

**STRATEGI KEUANGAN & KEDINAMISAN LINGKUNGAN  
SERTA DAMPAKNYA TERHADAP KINERJA  
KEUANGAN PERUSAHAAN  
(STUDI KASUS EMITEN YANG TERMASUK DALAM LQ 45)  
1995 - 1999**

***TESIS***

***Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen  
Universitas Diponegoro  
Untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh  
Derajat Sarjana - S2 Magister Manajemen***



**Diajukan Oleh :**

**N a m a : Novita Frestiani  
N I M : C4A099091**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
TAHUN 2001**

**UPT-PUSTAK-UNDIP**

**STRATEGI KEUANGAN & KEDINAMISAN LINGKUNGAN  
SERTA DAMPAKNYA TERHADAP KINERJA  
KEUANGAN PERUSAHAAN  
(STUDI KASUS EMITEN YANG TERMASUK DALAM LQ 45)  
1995 - 1999**

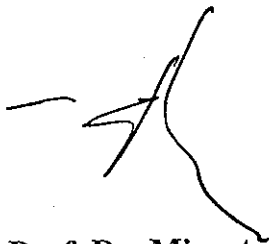
**TESIS**



**Diajukan Oleh :**

**Nama : Novita Frestiani  
NIM : C4A099091**

**Disetujui Oleh Pembimbing**



**Ketua : Prof. Dr. Miyasto  
Tanggal : 29 Mei 2001**



**Anggota : Dra. Irene Rini DP, ME  
Tanggal : 30 Mei 2001**

Tesis berjudul  
**STRATEGI KEUANGAN & KEDINAMISAN LINGKUNGAN  
SERTA DAMPAKNYA TERHADAP KINERJA  
KEUANGAN PERUSAHAAN  
(STUDI KASUS EMITEN YANG TERMASUK DALAM LQ 45)  
1995 - 1999**


yang dipersiapkan dan disusun oleh :

Novita Frestiani

Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 19 Mei 2001

Dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama/Ketua

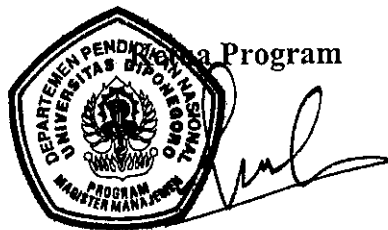
  
Prof. Dr. Miyasto

Pembimbing/Anggota



Dra. Irene Rini DP, ME

Semarang, 30 Mei 2001  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen



Prof. DR. Suyudi Mangunwihardjo



## Sertifikat

Saya, Novita Frestiani, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Novita Frestiani  
30 Mei 2001

## ABSTRAKSI

Struktur modal telah menjadi pokok bahasan yang penting dari sudut pandang manajemen keuangan yang mempunyai tujuan untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Namun demikian semenjak struktur modal dipandang dapat menghubungkan antara kepentingan dari berbagai pihak yang terkait dengan perusahaan dimana pada akhirnya akan berpengaruh terhadap arah kebijakan perusahaan dan penetapan strategi perusahaan. maka struktur modal dianggap juga penting menjadi pokok bahasan dalam manajemen strategi. Untuk melihat keterkaitan ini maka dimasukkan variabel lingkungan eksternal (kedinamisan lingkungan) ke dalam variabel yang mempengaruhi terhadap pemilihan struktur modal.

Penelitian ini bermaksud untuk mengetahui tingkatan kedinamisan lingkungan pada berbagai perusahaan dan menganalisis adanya pengaruh keputusan strategis manajerial pada struktur modal dengan mempertimbangkan faktor kedinamisan lingkungan terhadap kinerja perusahaan.

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan analisis regresi berganda dengan memasukan *moderating variable* dalam persamaan regresi. Penemuan dari hasil analisis yang dilakukan adalah bahwa variabel leverage mempunyai pengaruh yang paling dominan pada kinerja perusahaan dibandingkan dengan variabel kedinamisan, variabel leverage pada lingkungan yang dinamis dan variabel ukuran perusahaan. Arah hubungan leverage menunjukkan arah hubungan yang negatif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penemuan ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan lebih banyak dipengaruhi oleh keputusan internal dalam perusahaan terhadap pemilihan struktur modal. Penelitian ini juga menemukan suatu kenyataan bahwa pada semua tingkatan kedinamisan lingkungan, leverage berhubungan negatif dengan kinerja perusahaan. Penemuan ini tidak mendukung hasil penelitian terdahulu yang menemukan strategi pemilihan struktur modal yang berbeda pada setiap tingkatan kedinamisan lingkungan. Hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa faktor eksternal perusahaan (kedinamisan lingkungan) belum menjadi suatu pertimbangan bagi manajemen dalam menentukan pilihannya terhadap struktur modal.

## ABSTRACTS

An ongoing argument in financial management has been how to craft a capital structure which maximises shareholder wealth. This question has gained prominence within the strategic management field because of the apparent link between capital structure and the ability of firms to compete. A firm's capital structure is an element which must be aligned with the degree of dynamism in a firm's competitive environment and this alignment has performance implications.

The purpose of this study was, therefore, to examine level of environmental dynamism through many kinds of firms and to offer empirical assessment for an argument that decisions concerning the choice of capital structure need to be linked with a firm's competitive environment. This integration provides an opportunity to examine the linkage among environment, capital structure and firm performance.

This research using a multiple regression model with an interaction term to created a series of simple regression by entering selected values of the moderating variable. Then, by testing the simple slopes, we were able to assess the impact of leverage on performance under different levels of environmental dynamism.

Statistical analysis found that performance has been mostly influenced by leverage which tends to show the negative correlation. This research didn't provided support for the argument that environmental dynamism moderate the relationship between capital structure and company's performance because we found that leverage has negatively related to performance under different levels of environmental dynamism.

## KATA PENGANTAR

Serasa tak terpuaskan hati ini memanjatkan puji syukur ke hadirat Allah Subhanawata'alla. Hanya dengan anugrahNya maka tesis ini berhasil terwujud dengan baik.

Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang, disamping manfaat yang mungkin dapat disumbangkan dari hasil penelitian ini kepada pihak yang berkepentingan.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian, pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna, oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik dan segala bentuk pengarahannya dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Banyak pihak yang telah dengan tulus hati memberi bantuan, baik itu melalui kata-kata ataupun nasihat serta semangat dalam proses penulisan tesis ini hingga selesai. Pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih disertai penghargaan yang setinggi-tingginya kepada :

1. Bapak Prof. Dr. Miyasto, sebagai dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian, tenaga dan waktunya kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
2. Ibu Dra Irene D.P , ME , selaku dosen pembimbing yang telah menuntun dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.

3. Para staf pengajar Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang yang melalui kegiatan belajar mengajar telah memberikan suatu dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik..
4. Para staf administrasi dan staf perpustakaan Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di MM Undip.
5. Ibu dan Bapak tercinta yang telah memberikan dorongan dalam perhatian & do'a sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
6. Rekan-rekan angkatan XI B - Sore di Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang, terima kasih atas persahabatan dan kebersamaan yang sangat indah selama 2 semester yang telah kita lalui.
7. Rekan-rekan kerja yang berada di PIPM Semarang, terima kasih atas dukungan perhatian dan kebersamaan selama penulis bertugas di PIPM Semarang.
8. Adik-adikku di Pleburan III No. 4 Semarang, terima kasih atas do'a dan dukungan selama proses penulisan tesis ini.
9. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu, yang pasti telah banyak memberikan dukungan dan semangat hingga selesainya penulisan tesis ini.

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan semoga Tuhan berkenan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara dan teman-teman sekalian. Akhir kata, teriring harapan semoga tesis ini dapat bermanfaat meskipun penulis menyadari sepenuhnya bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna.

Penulis



## DAFTAR ISI

Halaman Judul	1
Lembar Pengesahan	1
Lembar Keaslian Tesis	6
Abstraksi	7
Abstract	
Kata Pengantar	
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	<b>9</b>
1.1 Latar Belakang Masalah	9
1.2 Perumusan Masalah	6
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian	7
<b>BAB II TELAAH PUSTAKA &amp; HIPOTESIS</b>	<b>9</b>
2.1 Telaah Pustaka	9
2.1.1 Lingkungan Luar (Eksternal) Perusahaan	9
2.1.2 Kedinamisan Lingkungan	11
2.1.3 Strategi Keuangan	13
2.1.4 Kinerja Keuangan Perusahaan	15
2.2 Penelitian Terdahulu	17
2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis	24
2.4 Hipotesis	24
2.5 Definisi Operasional Variabel	25
<b>BAB III METODE PENELITIAN</b>	<b>29</b>
3.1 Jenis dan Sumber Data	29
3.2 Populasi dan Sampling	30
3.3 Metode Pengumpulan Data	30
3.4 Teknik Analisis	31
<b>BAB IV GAMBARAN UMUM PENELITIAN</b>	<b>36</b>
4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian	36
4.1.1 Industri Infrastruktur	36
4.1.2 Industri Pertanian	40
4.1.3 Industri Pertambangan	43
4.1.4 Industri Barang Konsumen	47
4.1.5 Industri Dasar dan Kimia	57
4.1.6 Industri Perdagangan, Jasa dan Investasi	69
4.1.7 Aneka Industri	77
4.1.8 Sektor Finansial	81
4.1.9 Industri Properti	83

<b>BAB V HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN</b>	<b>86</b>
5.1 Pengujian Model Penelitian	86
5.1.1 Uji Normalitas	86
5.1.2 Uji Multikolinearitas	87
5.2.3 Uji Heteroskedastisitas	89
5.2 Analisis Data	89
5.2.1 Indeks Kedinamisan	89
5.2.2 Hasil Analisis Regresi	92
5.2.3 Analisis Leverage Terhadap Kinerja Perusahaan Pada Berbagai Tingkatan Kedinamisan	101
<b>BAB VI KESIMPULAN DAN SARAN</b>	<b>105</b>
6.1 Kesimpulan	105
6.2 Saran	109
<b>DAFTAR PUSTAKA</b>	
<b>DAFTAR RIWAYAT HIDUP</b>	
<b>LAMPIRAN</b>	

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Struktur modal telah lama menjadi salah satu pemikiran penting dari sudut pandang manajemen strategi sejak struktur modal dipandang dapat menghubungkan antara kemampuan suatu perusahaan dalam mempertemukan permintaan dari berbagai pihak yang terkait dengan perusahaan (*stakeholders*) (Modigliani & Miller, 1958, 1963). Berbagai pemilihan yang dilakukan oleh perusahaan terhadap struktur modalnya akan mempengaruhi secara langsung pada kebijakan didalam perusahaan tersebut (Hitt, Hoskisson, and Harrison, 1991) dan kemampuan bersaing dari perusahaan tersebut (Balakrishnan and Fox, 1993; De Long and Summers, 1991; Kester and Luehrman, 1992; Kochhar and Hitt, 1998; Porter, 1992; Scherer and Ross, 1990). Pemilihan struktur modal juga selanjutnya dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk membuat berbagai pilihan strategi (Jensen, 1986). Beberapa penelitian yang membahas tentang hubungan antara struktur modal dan strategi perusahaan telah dimuat dalam beberapa literatur. Salah satu dari penelitian tersebut adalah penelitian yang dilakukan oleh Balakrishnan & Fox (1993) menemukan bahwa intensitas riset dan pengembangan (R&D) berhubungan negatif dengan struktur modal. Hal ini dapat dijelaskan bahwa meningkatkan hutang berarti juga meningkatkan risiko dari

perusahaan tersebut sehingga menyebabkan perusahaan kurang tertarik untuk menginvestasikan danannya pada riset dan pengembangan untuk menghadapi persaingan usahanya. Demikian pula sebaliknya apabila suatu perusahaan memiliki intensitas yang tinggi terhadap riset dan pengembangannya maka akan cenderung lebih sedikit menggunakan sumber pembiayaan dari leverage. Penelitian tersebut selaras dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Titman & Wessels (1998) yang menemukan bahwa keunikan suatu produk berhubungan negatif dengan struktur hutang (*leverage*) nya.

Dari penelitian-penelitian di atas menjadi petunjuk penting mengenai adanya hubungan antara struktur modal dengan strategi perusahaan. Walaupun masih terbatasnya penelitian yang meneliti tentang bagaimana pengaruh lingkungan yang kompetitif terhadap pemilihan struktur modal yang pada akhirnya akan berdampak terhadap kinerja perusahaannya. Hal itu disebabkan karena kebanyakan studi yang telah dilakukan adalah meneliti struktur modal yang berhubungan dengan pertanyaan yang mengarah pada risiko tidak sistematik (*firm specific*) atau pada risiko sistematik (*market risk*) dimana hal tersebut tidak berkaitan dengan kegunaan hutang dalam hubungannya dengan pilihan strategis perusahaan (Allen, 1993; Balakrishnan and Fox, 1993). Oleh karena itu, manajemen strategi seharusnya dapat memberikan suatu teori perspektif untuk memberikan beberapa saran mengenai implikasi strategis perusahaan dalam pemilihan antara hutang dan ekuitas.

Keterkaitan antara pemilihan struktur modal dan kemampuan bersaing perusahaan pada akhir-akhir tahun ini telah mempunyai andil yang besar sebagai salah satu strategi dalam persaingan global dari perusahaan-perusahaan Amerika yang mengalami penurunan (Hill, Hitt, and Hoskisson, 1988; Porter, 1992). Contohnya, perusahaan dapat meningkatkan kinerja karyawan di tingkat bawah dan kedisiplinan manajernya untuk beroperasi lebih efisien dengan meningkatkan hutang.

Adanya trade off akan penggunaan *leverage* memperlihatkan bahwa meningkatkan hutang berarti juga meningkatkan risiko dari perusahaan tersebut akan risiko kebangkrutan sehingga membatasi perusahaan untuk menggunakan hutang. Namun demikian dengan dikenalnya keuntungan pajak dari penggunaan hutang, yaitu bahwa dengan menggunakan hutang mengakibatkan pendapatan setelah pajak yang tersedia bagi pemegang saham menjadi lebih besar dari pada jika perusahaan tidak menggunakan hutang karena biaya bunga atas hutang adalah biaya yang mengurangi pajak (*a tax deductible expense*). Sehingga dari beberapa pemikiran kontradiktif ini telah merangsang timbulnya penelitian di bidang ilmu manajemen strategi.

Sisi menarik yang dihasilkan dari penelitian terdahulu adalah adanya suatu pendapat yang menyatakan bahwa komponen dari struktur modal berbeda satu dengan yang lainnya untuk industri yang berbeda pula. Allen (1993) menyimpulkan bahwa untuk industri-industri tradisional sangat berbeda dari industri-industri dinamis dimana pada industri tradisional tidak ada keterbukaan dari perilaku manajerial perusahaannya. Dari sejumlah penelitian (Donaldson &

Lorsch,1983;Freeman,1984;Stahl,1989) memberikan kontribusi dalam meningkatkan pemahaman kita akan hubungan antara struktur modal dengan lingkungan kompetitif perusahaan, dimana menunjukkan bahwa seorang manajer harus dapat menyelaraskan antara permintaan dari pemegang saham, kreditur dan grup *stakeholder* yang lain terhadap kemampuan bersaing perusahaan dalam merespon perubahan lingkungan eksternal perusahaan. Perubahan lingkungan ,yang ditentukan dengan menggunakan pendekatan atas tingkat penjualan (kedinamisan lingkungan), akan berpengaruh signifikan pada keputusan strategis perusahaan dalam melakukan pemilihan struktur modal yang pada akhirnya juga akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaannya (Keats & Hitt,1988;Sharfman & Dean, Jr,1991) Dari uraian diatas terlihat bahwa perusahaan yang memiliki kinerja tinggi adalah perusahaan yang mampu untuk menyelaraskan strategi yang sesuai (*fit or macth*) dengan perubahan lingkungan ( Covin dan Slevin,1989; Davis et al ,1991;Morris dan Schurink ,1993) dan mampu berinteraksi secara efektif dengan lingkungannya.

Selain faktor lingkungan dan leverage terdapat faktor ukuran perusahaan yang dapat mempengaruhi keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Hal ini berkaitan dengan aset yang dimiliki perusahaan yang menjadi tolak ukur atas besar kecilnya ukuran perusahaan. Apabila semakin besar aset yang dimiliki perusahaan maka semakin besar kemampuan perusahaan dalam pendanaannya maupun sebagai sumber pembiayaan atas hutang karena besarnya asset yang dapat dijaminan oleh perusahaan.

Penelitian -penelitian seperti di atas belum pernah dilakukan untuk perusahaan-perusahaan di Indonesia sehingga penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Simerly & Li (1999) mengenai hubungan struktur modal pada berbagai tingkatan kedinamisan lingkungan terhadap kinerja perusahaan terhadap beragam industri dari 700 perusahaan berskala besar Amerika dari perusahaan yang tercatat pada the Stern Steward Market Performance 1000 dan U.S. Industrial Outlook Sedangkan pada penelitian ini digunakan data perusahaan go publik yang telah tercatat di Bursa Efek Jakarta selama periode 1995-1999 yang terdiri dari beragam industri yang termasuk perusahaan yang aktif diperdagangkan dan mempunyai kapitalisasi pasar yang besar dengan fundamental perusahaan yang relatif baik.

Tabel 1.  
DER & ROI dari Beberapa Perusahaan Sample Penelitian  
tahun 1995 - 1999

Nama Perusahaan	Debt Equity Ratio (%)					ROI (%)				
	1995	1996	1997	1998	1999	1995	1996	1997	1998	1999
Citra Marga	0,93	0,88	1,35	2,17	1,11	7,75	9,16	3,86	-19,14	-3,13
Indosat	0,12	0,11	0,18	0,23	0,21	22,94	18,34	18,14	22,58	26,41
Gudang Garam	0,92	0,69	0,67	0,58	1,07	9,36	15,19	17,11	17	37,29
Medco	1,83	2,47	2,74	2,08	0,46	4,34	4,32	4,63	10,30	19,03
Tjiwi Kimia	2,26	2,38	2,3	1,73	1,53	6,07	4,45	3,91	4,96	7,92
Astra Internasional	3,4	4,57	7,96	23,28	5,62	2,38	2,81	-0,96	-10,91	10,63

Sumber : Capital Market Directory 1995-1999 & JSX Monthly Report

Berdasarkan data pada Tabel 1 dapat dilihat data dari tahun penelitian 1995 sampai dengan 1997 menunjukkan Medco mengalami kenaikan pada *debt equity ratio* demikian pula Astra Internasional mengalami kenaikan pada *debt equity rationya* dari tahun 1995-1998 dan sebaliknya ROI Astra mengalami penurunan yang cukup tajam. Hal senada dialami pada Gudang Garam, hanya saja arah hubungannya berkebalikan yakni Gudang Garam mengalami penurunan pada *debt equity rationya* (1995-1998) dan mengalami kenaikan pada ROInya. Sedangkan pada perusahaan lainnya seperti Citra Marga, Indosat dan Tjiwi Kimia nilai *debt equity ratio* dan ROInya mengalami fluktuasi naik dan turun selama periode penelitian (1995-1999).

## 1.2. Perumusan Masalah

Strategi merupakan faktor penentu utama dari kinerja perusahaan (Newell & Swarnidass, 1987). Maka dengan mengintegrasikan antara ilmu dari manajemen keuangan dan ilmu manajemen strategi akan memberikan sudut pandang mengenai suatu strategi pemilihan struktur modal dilihat dari keterkaitannya dengan lingkungan bersaing perusahaan yang pada akhirnya akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang dicerminkan dari indikator ROI dan ROAny.

Dengan melihat data pada Tabel 1 terlihat ketidakkonsistensian hubungan antara struktur modal (DER) dengan tingkat ROI perusahaan yang merupakan salah satu indikator untuk mengetahui kinerja perusahaan. Ketidakkonsistensian



tersebut membuat manajemen perusahaan sulit untuk menentukan strategi yang tepat dalam pemilihan struktur modal.. Oleh karena itu, dalam penelitian ini bermaksud untuk meneliti adanya pengaruh keputusan strategis perusahaan pada struktur modal dengan mempertimbangkan kedinamisan lingkungan yang pada akhirnya akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Untuk itu pertanyaan yang diajukan dalam penelitian ini adalah bagaimanakah penetapan struktur modal pada berbagai tingkatan kedinamisan lingkungan yang akan berdampak terhadap kinerja perusahaannya.

### **1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian**

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk mengetahui tingkatan kedinamisan lingkungan pada berbagai perusahaan .
2. Untuk menganalisis pengaruh strategi pemilihan struktur modal terhadap kinerja perusahaan pada berbagai tingkatan kedinamisan lingkungan

Sementara itu kegunaan dari dilakukannya penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Sebagai bahan pertimbangan bagi pihak manajemen perusahaan dalam pengambilan keputusan strategis terhadap struktur modal perusahaannya dengan memperhatikan berbagai tingkatan pada kedinamisan lingkungan perusahaan.

2. Memberikan suatu teori perspektif pada manajemen strategi bahwa dinamisme lingkungan berpengaruh terhadap perkembangan dari struktur modal yang akan mempengaruhi secara langsung terhadap struktur kebijakan dalam perusahaan.
3. Sebagai referensi terhadap penelitian dibidang manajemen strategi yang terkait dengan ilmu manajemen keuangan.

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

#### 2.1. Telaah Pustaka

Dalam telaah pustaka ini akan membahas mengenai lingkungan luar (eksternal) perusahaan, kedinamisan lingkungan, strategi keuangan dan kinerja keuangan perusahaan.

##### 2.1.1. Lingkungan Luar (Eksternal) Perusahaan

Lingkungan luar perusahaan (eksternal) didefinisikan oleh Duncan (dalam Elenkov, 1997) sebagai faktor-faktor fisik dan sosial relevan diluar sebuah organisasi yang dilibatkan dalam pertimbangan selama proses pembuatan keputusan organisasi. Lingkungan eksternal ini dibagi kedalam dua batasan, pertama yang paling dekat dengan organisasi (perusahaan) atau task-environment, yang secara langsung mempengaruhi strategi bisnis, yakni pesaing, pemasok, pelanggan dan lembaga-lembaga pemerintah. Kedua, adalah lingkungan umum atau *outer layer* yang secara tidak langsung mempengaruhi strategi, yaitu sektor ekonomi, politik dan sosial (Elenkov, 1997).

Lingkungan eksternal dipandang sebagai kondisi dinamis yang menciptakan kesempatan (*opportunity*) dan ancaman (*threat*). (Swarnidass and Newell, 1987), namun tidak dapat dikendalikan dan sulit untuk diramalkan

perubahannya (*unpredictable*) (Morris and Schurisk,1993), berpengaruh pada tindakan organisasi dan pengambilan keputusan (Elenkov,1997; Keats and Hitt, 1988), serta menentukan tingkat keberhasilan perusahaan (clark et al,1994). Dalam pada itu, Hambrick (dalam Subramanian et al,1993) menjelaskan bahwa perusahaan-perusahaan yang berhasil adalah mereka yang mampu berinteraksi secara efektif dengan lingkungannya. Pendapat ini mendapatkan dukungan dari beberapa pakar dan peneliti (Keats and Hitt, 1998; Kim and Lim, 1988;Miller,1998,1991) yang pada intinya mengemukakan bahwa perusahaan yang mampu menjalankan strategi yang sesuai (*fit or match*) dengan lingkungannya, cenderung menunjukkan kinerja yang tinggi atau menurut Covin dan Slevin (1989), Davis et al (1991), dan Morris dan Schurink (1993), perusahaan yang berhasil (berkinerja tinggi) menunjukkan tingkat adaptif dan fleksibilitas yang tinggi terhadap lingkungan dibanding perusahaan-perusahaan yang kurang berhasil (berkinerja lebih rendah).

Selanjutnya, Webster Jr. and Wind (1996) menjelaskan bahwa perubahan lingkungan eksternal dapat mempengaruhi organisasi melalui 4 cara, yaitu : pertama, perubahan yang terjadi pada faktor-faktor lingkungan eksternal akan mempengaruhi ketersediaan (*availibilty*) jasa dan barang. Kedua, perubahan pada lingkungan eksternal tersebut akan mempengaruhi kondisi bisnis secara umum, seperti pertumbuhan ekonomi, perubahan tingkat pendapatan nasional,perubahan tingkat suku bunga, dan ketersediaan tenaga kerja. Ketiga, faktor-faktor lingkungan akan berpengaruh terhadap norma-norma dan nilai-nilai yang menjadi

pedoman dalam hubungan antar organisasi maupun antar individu, seperti hubungan antara pembeli dan penjual, serta hubungan dengan para pesaing. Terakhir, pengaruh faktor-faktor lingkungan eksternal terhadap aliran informasi.

Secara konseptual lingkungan eksternal perusahaan terdiri dari berbagai dimensi, dimana dimensi-dimensi lingkungan tersebut dapat dikategorikan menjadi 3 kelompok (Sharfman & Dean, Jr, 1991) yakni, kompleksitas (*complexity*), instabilitas (*instability*) atau dinamika (*dynamism*), dan ketersediaan sumber daya (*resources availability*). Banyak pakar yang mengemukakan banyak istilah berkenaan dengan dimensi lingkungan tersebut, tetapi secara substantif memiliki pengertian yang sama dan dapat dimasukkan kedalam 3 kelompok dimensi dari Sharfman dan Dean (1991).

### 2.1.2. Kedinamisan Lingkungan

Sebuah karakteristik lain dari ilmu manajemen strategi menekankan pada tempat dimana lingkungan kompetitif sebuah perusahaan (Chandler, 1962; Child, 1972; D'Aveni, 1994; Porter, 1980). Organisasi harus dapat mempertemukan dan menyesuaikan antara permintaan dari lingkungan kompetitif dan sistem yang ada didalam perusahaan itu sendiri agar berkembang dan meraih kesuksesan (Venkatraman, 1990). Sistem manajemen dan struktur organisasional yang paling tepat digunakan pada perusahaan akan menghasilkan spesifik aset dari segala kemungkinan aspek lingkungan yang akan dihadapi (Drazin & Van de Ven, 1985).

Apabila dalam perusahaan hanya menghasilkan *unique product* dari semua desain produknya (Andrews, 1971) maka akan dibatasi oleh desain yang sesuai dengan kemungkinan dari lingkungan yang akan dihadapi perusahaan (Hambrick, 1984). Pada tingkatan industri, ini berarti bahwa suatu karakteristik lingkungan diharapkan akan mempengaruhi seluruh organisasi pada industri yang sejenis. Sehingga kesuksesan perusahaan akan tergantung pada bagaimana perusahaan tersebut mempunyai kemampuan untuk merespon terhadap kemungkinan lingkungan yang akan dihadapi perusahaan.

Diantara sekian banyaknya industri terdapat perbedaan yang signifikan pada karakteristik lingkungan yang mempengaruhi perusahaan. Karakteristik yang paling relevan adalah dinamisme lingkungan. Kedinamisan lingkungan dapat didefinisikan sebagai tingkat ketidakstabilan dari perubahan lingkungan (Child, 1972; Dess & Beard, 1984). Dinamisme lingkungan adalah suatu produk dari hasil operasional perusahaan dalam periode tertentu, yang didalamnya termasuk kenaikan dari ukuran dan jumlah dari organisasi dalam perusahaan dan kenaikan pada tingkat perubahan teknologi dan penyebarannya (*diffusion*). Telah banyak studi empiris yang menyatakan bahwa semakin besar ketidakpastian lingkungan akan dihubungkan dengan kedinamisan lingkungannya (Duncan, 1972; Miliken, 1987, 1990; Tung, 1979).

Para peneliti telah lebih dari setahun ini menggunakan sejumlah variabel indeks dasar pada aktivitas industri untuk mengukur kedinamisan lingkungan. Contohnya, Tosi, Aldag dan Storey (1973) dan Bourgeois (1985) menggunakan

variabel net sales, ROE dan volatilitas teknologi sebagai pengukuran mereka terhadap kedinamisan lingkungan. Dess & Beard (1984) mengadakan studi dalam skala besar untuk mengukur dimensi ganda dari lingkungan kompetitif. Dalam penelitian tersebut mendasarkan pada konsep dari Aldrich's (1979) dari dimensi lingkungan dan menggunakan bermacam pengukuran tingkatan industri dari kedinamisan dan kompleksitas. Mereka menemukan bahwa tingkat konvergen yang tinggi pada indikator berganda biasanya digunakan untuk mengukur bentuk yang sama. Lebih jauh, Rasheed & Prescott (1992) telah mereplikasikan hasil penelitian terdahulu dengan menggunakan suatu pendekatan analisis faktor. Keats & Hitt (1988) meneliti covergenitas antara pengukuran kedinamisan yang diturunkan dari *sales* dan *operating income* dan menganalisa dari laporan keuangan. Penelitian ini memberikan bukti bahwa dasar dari penggunaan varisasi pendapatan pada industri sebagai indikator kunci dalam menilai kedinamisan lingkungan.

### 2.1.3. Strategi Keuangan

Keputusan pendanaan berkaitan dengan keputusan mengenai sumber dana, baik yang berasal dari dalam (internal) maupun dari luar (eksternal) perusahaan. Sumber dana internal berasal dari dana yang terkumpul dari laba yang ditahan yang berasal dari hasil kegiatan perusahaan Sedangkan sumber dana eksternal berasal dari pemilik atau peserta yang merupakan komponen modal sendiri dan dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan modal pinjaman atau hutang.

Pengambilan keputusan pendanaan mengharuskan manajemen mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber-sumber dana yang akan dipilih karena masing-masing sumber dana mempunyai konsekuensi *finansial* yang berbeda-beda. Pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari para kreditur merupakan hutang bagi perusahaan dan cara ini disebut metode pembelanjaan dengan hutang (*debt financing*). Dana yang diperoleh dari para pemilik, peserta atau pengambil bagian dalam perusahaan merupakan modal sendiri perusahaan. Metode ini disebut dengan metode pembelanjaan sendiri. Proporsi atau bauran dari penggunaan modal sendiri dan hutang dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut struktur modal perusahaan (Van Horne & Wachowicz, 1992).

Pemilihan akan suatu struktur modal dapat mempengaruhi struktur kebijakan dari suatu perusahaan dimana selanjutnya dapat mempengaruhi kemampuan dari suatu perusahaan untuk membuat berbagai pilihan strategi (Jensen, 1986). Beberapa penelitian yang membahas tentang hubungan antara struktur modal dan strategi perusahaan telah dimuat dalam beberapa literatur, salah satunya adalah penelitian yang dilakukan oleh Kochhar & Hitt (1998) yang menemukan adanya hubungan antara strategi keuangan perusahaan dengan strategi diversifikasi perusahaan tersebut.

Pemilihan terhadap struktur modal merupakan keputusan yang kritis pada organisasi bisnis. Keputusan tersebut penting tidak hanya untuk memaksimalkan keuntungan tetapi juga karena keputusan tersebut akan memberikan dampak pada kemampuan organisasi sehingga dapat sejalan dengan lingkungan



bersaingnya. Pendapat yang dominan dikembangkan oleh Modigliani & Miller (1958,1963) bahwa struktur modal yang optimal terdiri dari keseimbangan antara risiko dari kebangkrutan dengan keuntungan atas pajak akibat penggunaan hutang. Pemilihan struktur modal yang optimal seharusnya memberikan tingkat pengembalian yang besar pada pemegang sahamnya. Beberapa studi empiris yang telah dilakukan untuk membuktikan hubungan teori ini telah berhasil menarik kesimpulan atas beberapa pertanyaan para peneliti sebelumnya (Ghosh,1992;Myers,1984).

Sejauh ini disamping bermunculan beragam keuntungan atas penggunaan *leverage*, banyak perusahaan yang menghindari pendanaan melalui hutang pada tingkatan tertentu (Gardner & Trzeinka,1992). Sebuah Jawaban dari perbedaan antara teori dan praktek ini telah terbukti menjadi tantangan utama (Chung,1993).

#### **2.1.4. Kinerja Keuangan Perusahaan**

Kinerja merupakan sebuah konsep yang sulit, baik definisi maupun dalam pengukurannya (Keats & Hitt,1988). Mengacu kepada Bourgeois (dalam Swamidas and Newell,1987) yang mengatakan bahwa “.....*the adoption of any particular set of indicators embroils the researcher in the quagmire of problems of quantification and demensionallity, not to mention the issue of validly choosing the set of indicators which meets universal acceptance.....*” Ukuran kinerja yang cocok dan layak, oleh karena itu akan tergantung keadaan (*circumstances*) unik yang dihadapi dalam sebuah penelitian (Swarmidass and Newell, 1987), misalnya

keadaan unik yang dihadapi oleh Lee dan Miller (1996) dalam mengukur kinerja perusahaan-perusahaan di Korea dimana beraneka ragam dan jenis perusahaan yang mereka teliti, dimana tujuan serta kriteria pengukuran yang digunakan masing-masing perusahaan berlainan; menyebabkan mereka menggunakan pengukuran yang berbeda (yakni *two-stage rating system*) dari biasanya (seperti ROA atau pertumbuhan penjualan). Selanjutnya, Venkatraman dan Ramanujam (1986) menyarankan digunakan beberapa pendekatan sekaligus untuk mengukur kinerja dalam suatu penelitian.

Dess dan Beard ( dalam Swarnidass and Newell,1987) mengemukakan bahwa pertumbuhan (*growth*) seringkali diadopsi untuk mengukur kinerja, yang dapat dikelompokkan menjadi tiga, yakni pertumbuhan dalam *return on asset* (ROA), pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan pada *return on sales* (ROS).

Sedangkan pengukuran kinerja lainnya yang digunakan dalam penelitian ini adalah ROI yang dalam analisa keuangan mempunyai arti yang sangat penting sebagai salah satu teknik analisis keuangan yang bersifat menyeluruh (komprehensif). Analisis ROI ini sudah merupakan teknik analisis yang lazim digunakan oleh manajer untuk mengukur efektifitas dari keseluruhan operasi perusahaan. ROI itu sendiri adalah salah satu bentuk dari ratio profitabilitas yang dimaksudkan untuk mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang digunakan untuk operasinya perusahaan untuk menghasilkan keuntungan.

## 2.2. Penelitian Terdahulu

Hipotesis yang dilakukan oleh Bradley, Jarrell dan Kim (1984) menyatakan bahwa ada tiga faktor spesifik dalam perusahaan yang akan mempengaruhi struktur modal optimal suatu perusahaan., yaitu variabilitas dari nilai perusahaan, dampak potensial dari *financial distress* dan tingkatan dari *nondebt tax of shields*. Mereka menemukan bahwa baik volatilitas dari pendapatan perusahaan dan pengaruh potensial dari *financial distress* meramalkan hubungan yang terbalik dengan *leverage* perusahaan. Mereka juga meneliti perilaku secara silang dari rata-rata rasio leverage perusahaan dari 25 macam industri. Satu penemuan yang berlawanan dari teori adalah adanya kebalikan dari hubungan antara *leverage* perusahaan dan sejumlah non debt tax shields. Definisi mereka mengenai *nondebt tax shields* meliputi aset spesifik perusahaan yang berasal dari hasil aktivitas seperti advertising serta riset dan pengembangan. Sejauh ini mereka menemukan bahwa pengaruh industri memiliki dampak yang signifikan pada struktur modalnya. Secara lebih spesifiknya, mereka menemukan bahwa lebih dari 54 % dari varian *cross sectional* pada *leverage* perusahaan dapat dijelaskan oleh klasifikasi industri.

Titman & Wessel (1988) melakukan penelitian dengan judul “ *The Determinant of Capital Structure Choice*” yaitu menganalisis terhadap 8 (delapan) faktor yang mempengaruhi pemilihan struktur modal perusahaan antara lain asset yang dapat dijadikan jaminan (*collateral value of assets*), penghematan pajak selain hutang (*non debt taxshields*), pertumbuhan (*growth*), keunikan

(*uniqueness*), jenis industri (*industri classification*), besarnya perusahaan (*size*), volatilitas pendapatan (*earnings volatility*), dan keuntungan (*profitability*). Dimana dari hasil penelitian tersebut dibuktikan bahwa faktor keunikan, jenis industri, besarnya perusahaan dan keuntungan terbukti sebagai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Thies & Klock (1992) mengembangkan penelitian dengan studi *longitudinal* mereka dari perusahaan manufaktur. Mereka meneliti beberapa elemen dari struktur modal, termasuk tipe dari *convertible debt*, saham preferen dan saham biasa. Perubahan pada beberapa elemen dari struktur modal diteliti memasukan variabel perubahan pada varian dari pertumbuhan penjualan ( suatu proxy untuk mengukur perubahan lingkungan). Mereka menemukan bahwa karena varian dalam pertumbuhan penjualan meningkat (perubahan lingkungan meningkat) maka pemilihan akan hutang jangka panjangnya menurun. Mereka menyatakan bahwa insentive pajak mendorong penggunaan hutang, menghindari kebangkrutan dan biaya agensi (*cost agency*) dan informasi asimetrik mendorong pada pemilihan hutang.

Chung's (1993) mempelajari struktur modal dengan meneliti hubungan antara resiko operasional (*operational risk*) dan karakteristik aset. Dalam studi ini ditemukan bahwa ketidakpastian pasar (volatilitas dari permintaan) berhubungan negatif dengan *leverage*. Itulah sebabnya perusahaan yang menghadapi tingkat ketidakpastian pasar yang rendah seperti perusahaan utilitas akan memiliki tingkatan hutang yang lebih tinggi pada struktur modalnya. Penelitian ini juga

menemukan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang lebih besar yang diukur dengan trend industrinya akan cenderung untuk menggunakan lebih sedikit hutang.

Dapat disimpulkan bahwa penelitian yang berkaitan dengan struktur modal dari perspektif manajemen keuangan memberikan dukungan bagi pendapat bahwa faktor lingkungan dapat menimbulkan dampak bagi pengambilan keputusan dalam pemilihan struktur modal.

Kebanyakan penelitian yang dilakukan dalam lingkup manajemen strategi menekankan pada hubungan antara faktor spesifik perusahaan dan struktur modal. Contoh, Barton & Gordon (1987,1988) menyatakan adanya unsur strategi dalam pemilihan struktur modal dimana keputusan di tingkat fungsional perusahaan merupakan elemen pilihan bagi manajerial. Studi mereka mengenai strategi mengoperasikan suatu perusahaan sesuai dengan metodologi yang disarankan oleh Rumelt (1974). Hasil empiris penelitian tersebut menemukan bahwa ada suatu hubungan antara variabel-variabel keuangan dengan struktur modal yang tergantung pada pilihan strategi perusahaan. Disamping itu ditemukan bahwa profit berhubungan negatif dengan hutang pada semua klasifikasi strategi. Mereka beranggapan bahwa pilihan manajerial merupakan salah satu faktor penentu dalam pengambilan keputusannya terhadap struktur modal.

Pada salah satu studi yang dilakukan oleh Balakrishnan & Fox (1993), yang memasukkan faktor lingkungan eksternal, dengan melalui pendekatan pada struktur modal dilihat dari perspektif ekonomi biaya transaksi dimana mereka

meneliti hubungan antara karakteristik spesifik perusahaan dan karakteristik industri yang didalamnya terdapat struktur modal. Mereka menemukan bahwa faktor spesifik perusahaan (R&D, Advertising, depresiasi, peluang pertumbuhan dan risiko) berpengaruh lebih dari 52% dari variabel dalam struktur modal. Hasil penelitian ini mendukung Barton & Gordon's (1988) akan adanya hubungan antara pilihan manajerial sebagai suatu determinan terhadap struktur modal perusahaan.

Variabel spesifik perusahaan merupakan faktor yang signifikan untuk menjelaskan struktur modal dimana penemuan ini didukung oleh Taylor & Lowe (1995). Studi mereka meneliti tentang hubungan struktur modal diantara perusahaan yang memiliki strategi yang berbeda. Mereka menyimpulkan bahwa pasar uang sedikit berpengaruh terhadap penentuan nilai dari hutang dan ekuitas pada industri yang lebih beragam. Dengan kata lain, pengetahuan pasar kurang memadai terhadap masalah-masalah yang terjadi di dalam perusahaan yang terbatas pada kemampuan mereka untuk mengoreksi harga atas aset-aset perusahaan.

Kochhar & Hitt (1998) menambah penelitian sejenis, dimana mereka meneliti hubungan antara tingkat diversifikasi dan strategi keuangan. Mereka menemukan pendanaan dengan menerbitkan saham akan lebih disukai oleh perusahaan yang terakait dengan strategi diversifikasi dan pendanaan dengan hutang akan lebih disukai oleh perusahaan yang tidak terkait dengan diversifikasi. Penemuan ini mendukung penelitian dari Seth (1990) dan Mann dan Sicherman

(1991). Studi mereka juga memasukkan variabel eksogenus khususnya risiko dari kebangkrutan (Altman's Z) dan resiko perusahaan. Dari variabel-variabel tersebut, mereka dapat membuktikan bahwa pilihan dari struktur modal dipengaruhi oleh pilihan strategis manajerial.

**Tabel 2**  
**RANGKUMAN PENELITIAN TERDAHULU**

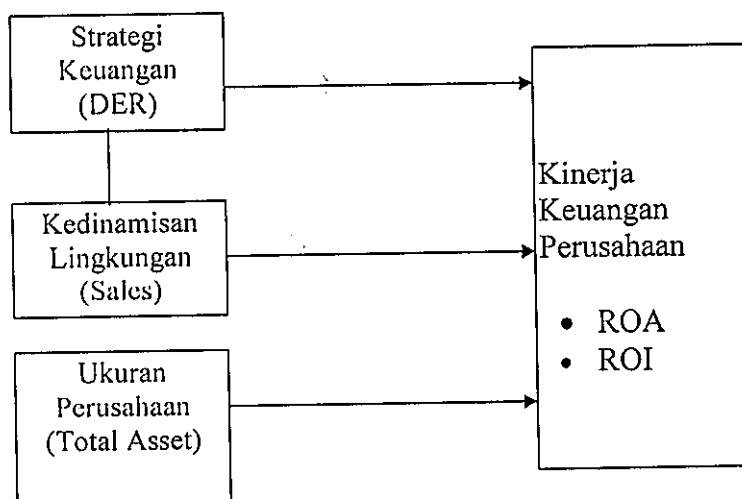
Dilakukan Oleh	Hasil Penelitian	Tahun
Bradley, Jarrell & Kim	<p>Menyimpulkan bahwa terdapat 3 variabel spesifik dalam perusahaan yang mempengaruhi struktur modal optimal perusahaan, yakni volatilitas pendapatan perusahaan, dampak potensial dari financial distress dan nondebt tax of shields. Penelitian ini menggunakan sampel dari 25 macam industri</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Volatilitas dari pendapatan perusahaan, dampak potensial dari risiko kebangkrutan dan tingkatan nondebt tax of shields meramalkan hubungan yang yang terbalik dengan leverage</li> <li>• lebih dari 54% dari varian cross sectional pada leverage perusahaan dapat dijelaskan oleh klasifikasi industri.</li> </ul>	1984
Titman & Wessel	<p>Penelitian mereka berjudul The Determinant of Capital Structure Choice, menganalisis terhadap 8 (delapan) faktor yang mempengaruhi pemilihan struktur modal perusahaan, yakni meliputi :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• asset yang dapat dijaminkan (collateral value of assets)</li> <li>• penghematan pajak selain dari komponen hutang (nondebt tax shields)</li> <li>• pertumbuhan (growth)</li> <li>• keunikan (uniqueness)</li> <li>• jenis industri (industri classification)</li> <li>• ukuran perusahaan (size)</li> <li>• volatilitas pendapatan (earning volatility)</li> <li>• keuntungan (profitabilit)</li> </ul> <p>Menemukan hasil bahwa faktor keunikan, jenis industri, ukuran perusahaan dan keuntungan perusahaan merupakan variabel-variabel yang mempengaruhi pemilihan struktur modal perusahaan.</p>	1988
Thies & Klock	<p>Mengembangkan penelitian dengan studi longitudinal dari perusahaan manufaktur dan meneliti beberapa elemen dari struktur modal, termasuk tipe dari convertible debt, saham preferen dan saham biasa dengan memasukkan variabel kedinamisan lingkungan. Hasil penelitian tsb menemukan :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• karena kedinamisan lingkungan meningkat maka pemilihan akan hutang jangka panjangnya menurun</li> <li>• Insentive pajak mendorong penggunaan hutang serta menghindari risiko kebangkrutan serta biaya</li> </ul>	1992



	agensi		
Chung's	<ul style="list-style-type: none"> <li>Informasi asimetrik mendorong pada pemilihan hutang</li> </ul> <p>Meneliti hubungan antara risiko operasional dan karakteristik aset. Penelitian ini menemukan bahwa ketidakpastian pasar (volatilitas permintaan) berhubungan negatif dengan leverage.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Pada perusahaan yang menghadapi tingkat ketidakpastian pasar yang rendah (perusahaan utilitas) akan memiliki tingkatan hutang yang lebih tinggi pada struktur modalnya</li> <li>Pada perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang lebih besar (diukur menggunakan trend industri) akan cenderung untuk menggunakan lebih sedikit hutang</li> </ul>	1993	
Balakrisnan & Fox	<p>Meneliti hubungan antara karakteristik spesifik perusahaan dan karakteristik industri terhadap pemilihan struktur modal dengan memasukkan faktor lingkungan eksternal. Penelitian tsb menemukan hasil bahwa :</p> <p>Riset &amp; pengembangan , advertising, depresiasi, peluang pertumbuhan dan risiko (faktor spesifik perusahaan) berpengaruh lebih dari 52% terhadap struktur modal. (Mendukung penelitian Barton &amp; Gordon's, 1988)</p>	1993	
Taylor & Lowe	<p>Meneliti tentang hubungan struktur modal diantara perusahaan yang memiliki strategi yang berbeda. Menemukan hasil bahwa variabel spesifik perusahaan merupakan faktor yang signifikan untuk menjelaskan struktu modal</p>	1995	
Kochar & Hitt	<p>Meneliti hubungan antara tingkat diversifikasi dan strategi keuangan. Dari penelitian tsb menemukan bahwa :</p> <p>pendanaan dengan menerbitkan saham akan lebih disukai oleh perusahaan yang terkait dengan strategi diversifikasi dan pendanaan dengan hutang akan lebih disukai oleh perusahaan yang tidak terkait dengan strategi diversifikasi. (Mendukung penelitian Seth, 1990; Mann &amp; Sichernan, 1991).</p>	1998	
Simerly & Ly	<p>Penelitian mereka berjudul : "Environmental Dynamism, Capital Structure And Performance : A Theoretical Integration And An Empirical Test". Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa perusahaan yang berada pada tingkatan kedinamisan lingkungan yang berbeda akan menetapkan strategi pemilihan struktur modal yang berbeda-beda dan kesesuaian antara kedinamisan lingkungan dengan struktur modal tersebut berdampak terhadap kinerja perusahaannya.</p>	1999	

### 2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan penelitian - penelitian terdahulu dapat dikembangkan sebagai kerangka pemikiran teoritis untuk penelitian ini sebagai berikut :



### 2.4. Hipotesis

Hipotesis adalah kesimpulan sementara terhadap suatu masalah penelitian yang kebenarannya harus diuji secara empiris. Suatu hipotesis akan ditolak jika tidak terbukti dan sebaliknya akan diterima jika dari analisis data empiris terbukti kebenarannya. Hipotesis yang perlu diuji dalam penelitian ini adalah :

Ho1 : Leverage (DER) tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Ha1 : Leverage (DER) berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Ho2 : Kedinamisan tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Ha2 : Kedinamisan berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.

- Ho3 : Pada lingkungan yang dinamis, leverage tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- Ha3 : Pada lingkungan yang dinamis, leverage berpengaruh signifikan dengan kinerja perusahaan.
- Ho4 : Ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan
- Ha4 : Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan
- Ho5 : Strategi keuangan dan kedinamisan tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan
- Ha 5 : Strategi keuangan dan kedinamisan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

## 2.5. Definisi Operasional Variabel

Berikut ini akan dijelaskan mengenai definisi operasional variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini.

### Kinerja Keuangan Perusahaan

Pengukuran kinerja perusahaan telah menjadi tantangan utama bagi para peneliti dan juga praktisi. Kinerja adalah sebuah konstruk yang multidimensional (cf. Chakravanthy, 1986) dimana salah satu indikator keuangan saja tidak dapat memberikan sebuah pemahaman yang menyeluruh dari hubungan kinerja dengan konstruk dari tingkat keuntungan perusahaan (*interests*). Walaupun demikian masih pentingnya untuk melihat pada indikator-indikator yang beragam. Pada

waktu yang sama, pentingnya untuk memahami hubungan yang stabil dimana dengan menggunakan indikator jangka pendek dari kinerja dapat diketahui bagaimana variabel-variabel interest akan mempengaruhi kinerja selama periode tertentu. Dengan pertimbangan tersebut maka dipilih *return on assets* (ROA) dan *return on investments* (ROI) sebagai ukuran dari kinerja perusahaan yang dirata-rata selama 5 tahun periode dari tahun 1995 - 1999.

ROA didapatkan dengan membagi *operating income* dengan total aktiva sedangkan ROI menghubungkan keuntungan yang diperoleh dari operasinya perusahaan (*net operating income*) dengan jumlah investasi atau aktiva yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan operasi tersebut (*net operating assets*).

Nilai dari ROA dan ROI merupakan pengukuran suatu return perusahaan yang mencakup kontribusi perusahaan untuk seluruh investasi dari sumber daya dan akan digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan dalam penelitian ini.

### **Kedinamisan Lingkungan**

Kedinamisan lingkungan mengacu kepada adanya instabilitas lingkungan (*volatility*) (Keats and Hitt, 1988) atau menunjukkan tingkatan perubahan lingkungan yang tidak dapat diprediksikan (Sharfman & Dean, Jr., 1991).

Dalam penelitian ini menggunakan informasi obyektif dari tingkatan industri untuk mendapatkan indeks dari kedinamisan lingkungan. Pendekatan ini telah digunakan pada sejumlah peneliti terdahulu (Boyd, 1995; Dess & Beard, 1984; Keats & Hitt, 1988; Rasheed & Prescott, 1992; Wholey & Brittain, 1989)

dan dipandang sebagai analisis dari suatu tingkatan yang sesuai untuk mempelajari fenomena yang berkaitan dengan lingkungan.

Dalam hal ini kedinamisan lingkungan didapatkan dengan meregresikan data penjualan dari industri selama 5 tahun dari mulai tahun 1995 sampai dengan 1999 dan menggunakan standar error dari koefisien regresi yang dibagi dengan nilai penjualan rata-rata dari industri untuk mendapatkan standarisasi indeks dari kedinamisan lingkungannya.

### Strategi Keuangan Perusahaan

Penciptaan struktur modal dapat mempengaruhi struktur kebijakan perusahaan dimana selanjutnya dapat mempengaruhi kemampuan dari suatu perusahaan untuk membuat berbagai pilihan strategi (Jensen, 1986)

Salah satu pendapat kunci dalam literatur manajemen keuangan adalah terdapat struktur modal yang optimal yang sesuai dengan keuntungan dari *leverage* (*tax deductible*/penghematan pajak dan menaikkan ROE) dimana penghematan pajak mendorong perusahaan menggunakan hutang, sedangkan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan membatasi perusahaan menggunakan hutang. Suatu struktur modal yang optimal adalah apabila biaya marginal sesuai dengan keuntungan marginalnya. Dalam hal ini digunakan *leverage finansial* untuk menghitung struktur modal. Leverage finansial didefinisikan sebagai rasio dari *debt to equity* (DER).

Apabila perusahaan menaikkan penggunaan *fixed-charge financing* sebagai instrumen untuk mensubstitusikan saham biasa maka perusahaan menaikkan

tingkat pengembalian yang diharapkan (*required rate of return*) pada *leverage shares* dan akan menaikkan resiko sistematis perusahaannya. Dalam perhitungan leverage termasuk didalamnya penggunaan dari *fixed charge* sekuritas dalam bentuk *fixed-charge debt* dan saham preferen (*preferred stock*).

### **Ukuran Perusahaan**

Dari penelitian terdahulu menyarankan agar digunakannya ukuran perusahaan (*size*) yang mungkin akan berpengaruh terhadap struktur modal, kemampuan pengambilan keputusan dan kinerja dari perusahaan (Bluedorn, 1993). Seperti contohnya dalam penelitian yang dilakukan Smith, Guthrie dan Chen (1989) menemukan bahwa ukuran perusahaan mempunyai hubungan dengan strategi dan kinerja perusahaan. Sehingga dalam penelitian ini ukuran perusahaan akan digunakan sebagai variabel kontrol. Untuk mengukur ukuran perusahaan (*Size*) akan menggunakan ukuran dari total aset dari masing-masing perusahaan yang menjadi sample penelitian.

## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1. Jenis dan Sumber Data

Dalam upaya menjawab permasalahan yang ada, maka data yang dibutuhkan sebagai input untuk dianalisis adalah berupa data kuantitatif, mengingat dari serangkaian observasi atau pengukuran, hasilnya dapat dinyatakan dalam bentuk angka. Di samping data kuantitatif, jenis data yang relevan untuk dikumpulkan dapat pula diklasifikasikan menurut cara memperolehnya dan waktu pengumpulannya. Berdasarkan cara memperolehnya, jenis data yang dipakai di dalam penelitian ini adalah data sekunder. Adapun data tersebut adalah data penjualan, *debt equity ratio*, ROI dan ROA dari bermacam industri yang termasuk dalam kategori LQ 45. periode Agustus 2000 s.d. Januari 2001 selama periode 1995-1999.

Data tersebut didapatkan dari Indonesia Capital Market Directory dan publikasi BEJ (*Monthly Report*) serta laporan keuangan perusahaan yang didapatkan dari divisi Riset & Pengembangan PT. Bursa Efek Jakarta dan Pusat Referensi Pasar Modal.

### **3.2. Populasi dan Sampel**

Populasi dari penelitian ini adakah industri-industri yang telah tercatat di Bursa Efek Jakarta. Dari seluruh populasi tersebut diambil sampel yang yabg terdiri dari perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam katagori LQ 45 periode Agustus 2000 sampai dengan Januari 2001 sejumlah 32 (tiga puluh dua) perusahaan dari tahun 1995 sampai dengan 1999. Dimana untuk sampel diambil industri yang tidak mengalami perubahan core business selama periode penelitian (1995-1999) dan juga terkecuali industri perbankan.

### **3.4. Metode Pengumpulan Data**

Metode pengumpulan data penelitian yang digunakan adalah sebagai berikut :

#### **1. Observasi**

Observasi ini bertujuan untuk memperoleh data-data yang diperlukan dalam melakukan penelitian, terutama data berupa neraca,laporan rugi laba dan harga saham.

#### **2. Studi Literatur**

Studi literatur dilakukan untuk memperdalam teori yang dijadikan landasan dalam melakukan penelitian. Studi ini mencakup studi referensi dan studi artikel yang terdapat jurnal-jurnal alamiah yang berhubungan dengan penelitian.



### 3.4. Teknis Analisis

Untuk menentukan tingkatan dari kedinamisan lingkungan maka dilakukan dengan mengumpulkan data penjualan atas sampel penelitian yang terdiri dari beragam industri. Perhitungan tingkatan kedinamisan dilakukan dengan menggunakan indeks dari kedinamisan lingkungan yang didapatkan dari *standar error* koefisien regresi dari nilai penjualan (*sales*) dibagi dengan rata-rata penjualan (*sales*) untuk ragam industrinya. Alasan digunakan data nilai penjualan untuk mengukur dinamisme lingkungan adalah karena berdasarkan penelitian terdahulu (Keats & Hitt, 1988) yang meneliti convergenitas antara pengukuran dinamisme yang diturunkan dari sales dan operating income dan menganalisis laporan keuangan dimana dalam penelitian tersebut memberikan bukti bahwa dasar dari penggunaan variasi pendapatan pada industri sebagai indikator kunci dalam menilai dinamisme lingkungan dan pendekatan ini telah digunakan pada sejumlah peneliti terdahulu (Boyd, 1995 ; Dess & Beard, 1984; Keats & Hitt, 1988; Rasheed & Prescott, 1992; Wholey & Brittain, 1989) dan dipandang sebagai alat analisis yang sesuai untuk fenomena penelitian yang berkaitan dengan lingkungan.

Setelah menentukan indeks kedinamisan kemudian akan dikelompokkan dalam menjadi 3 (tiga) tingkatan , yaitu *lower dynamism*, *medium dynamism* dan *higher dynamisme*. Penentuan tingkatan diatas didapatkan dengan menggunakan *Cluster* dalam 6 (enam ) katagori yang diurutkan dari *Higher dynamism* ke *Lower dynamism*.

Untuk melihat adanya hubungan pada berbagai tingkatan kedinamisan lingkungan antara struktur modal sebagai variabel independen dengan kinerja perusahaan sebagai variabel dependen, dapat dituangkan dalam model regresi berganda sebagai berikut :

$$Y1 = \alpha + \beta_1 L + \beta_2 DIN + \beta_3 LDIN + \beta_4 D_1 + \beta_5 D_2 + \beta_6 Size + e \quad (1)$$

$$Y2 = \alpha + \beta_1 L + \beta_2 DIN + \beta_3 LDIN + \beta_4 D_1 + \beta_5 D_2 + \beta_6 Size + e \quad (2)$$

Dimana :

Y1 = ROI

Y2 = ROA

$\alpha$  = Konstanta

L = Leverage (DER)

DIN = Indeks Kedinamisan

LDIN = Leverage Pada Tingkatan Kedinamisan

D = Dummy

S = Ukuran Perusahaan (*log of asset*)

e = Pengganggu

Untuk menentukan variabel dummy ditentukan dengan kriteria sebagai berikut :

Dummy 1 apabila ROE - CoC > 2,5% dan Capital Growth Rate < 25%

Dummy 2 apabila  $ROE - CoC < 2,5\%$  dan  $Capital Growth Rate < 25\%$

### **Pengujian Gejala Penyimpangan Asumsi Klasik**

#### **1. Uji Multikolinearitas**

Multikolenearitas terjadi jika terdapat hubungan linear antara independen variabel yang dilibatkan dalam model. Jika terjadi gejala multikolinearitas yang tinggi, standar error koefisien regresi akan semakin besar dan mengakibatkan *confidence interval* untuk pendugaan parameter semakin lebar, dengan demikian terbuka kemungkinan terjadi kekeliruan, menerima hipotesis yang salah.

Uji asumsi klasik seperti multikolinearitas dapat dilaksanakan dengan jalan meregresikan model analisis dan melakukan uji korelasi antar variabel independen dengan menggunakan *Variance Inflating Factor (VIF)*. Batas dari *VIF* adalah 10 dan nilai *tolerance value* adalah 0,1. Jika nilai *VIF* lebih besar dari 10 dan nilai *tolerance value* kurang dari 0,1 maka terjadi multikolinearitas alternatif lainnya dengan melihat *condition index*, bila *condition index* lebih dari 20 maka disimpulkan terdapat multikolinearitas. Bila ada variabel independen yang terkena multikolinearitas, maka penanggulangannya salah satu variabel tersebut harus dikeluarkan dari model.

#### **2. Uji Heterokedastisitas**

Heterokedastisitas terjadi apabila tidak adanya kesamaan deviasi standar nilai variabel dependen pada setiap variabel independen. Bila terjadi gejala heterokedastisitas akan menimbulkan akibat varians koefisien regresi

menjadi minimum dan *confidence interval* melebar sehingga hasil uji signifikansi statistik menjadi tidak valid lagi.

Heterokedastisitas dapat dideteksi secara mudah dengan menggunakan uji Box Ljung, namun karena uji Box Ljung lebih tepat digunakan untuk data time series yang panjang maka sebagai alternatifnya digunakan uji Glejser. Dalam uji Glejser, model regresi linear yang digunakan dalam penelitian ini diregresikan untuk mendapatkan nilai residualnya. Kemudian nilai residual tersebut diregresikan dengan variabel independen, bila residual berpengaruh secara signifikan maka terjadi heterokedastisitas dalam model regresi ini (Gunawan Sumodiningrat, 1996).

### 3. Uji Autokorelasi

Autokorelasi terjadi apabila penyimpangan terhadap suatu observasi dipengaruhi oleh penyimpangan observasi yang lain atau terjadi korelasi diantara kelompok observasi menurut waktu dan tempat. Berhubung data yang digunakan dalam penelitian ini tidak bersifat runtut waktu dan bersifat *cross section* maka uji autokorelasi tidak dilakukan.

Dalam regresi berganda ini akan dilihat syarat yang perlu dipenuhi yaitu nilai Sig t dibandingkan dengan derajat kepercayaannya. Apabila Sig t lebih kecil dari derajat kepercayaannya (5%) maka  $H_0$  ditolak, berarti ada hubungan signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen. Koefisien

regresi bertanda negatif maka hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen adalah hubungan terbalik.

Nilai koefisien determinasi  $R^2$  untuk menunjukkan persentase tingkat kebenaran prediksi dari pengujian regresi yang dilakukan.

Uji F dilakukan untuk menguji secara serempak apakah semua variabel independen yang digunakan dalam model regresi secara bersama-sama dapat mempengaruhi variabel dependen.

Untuk melihat pengaruh *leverage* terhadap kinerja perusahaan yang berada pada berbagai tingkatan kedinamisan yakni dimulai dari tingkat 1 (*lower*) sampai dengan tingkat 6 (*high dynamism*), dapat dirumuskan dalam model regresi sebagai berikut :

$$Y_{ROA} = \alpha + \beta_1 L_1 + \beta_2 L_2 + \beta_3 L_3 + \beta_4 L_4 + \beta_5 L_5 + \beta_6 L_6 + e \quad (3)$$

$$Y_{ROI} = \alpha + \beta_1 L_1 + \beta_2 L_2 + \beta_3 L_3 + \beta_4 L_4 + \beta_5 L_5 + \beta_6 L_6 + e \quad (4)$$

## BAB IV

### GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN

#### 4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

Dalam bab ini akan diuraikan tentang gambaran umum 35 saham yang termasuk dalam katagori LQ 45 untuk periode Agustus 2000 sampai dengan Januari 2001 yang menjadi sampel penelitian dimana terbagi dalam 9 (sembilan) Industri, yaitu Industri Infrastructure, Pertanian, pertambangan , barang barang konsumsi, Industri dasar dan Kimia, Perdagangan & Jasa, Keuangan, Property serta aneka Industri

##### 4.1.1 Industri Infrastruktur

Perusahaan yang termasuk dalam industri Infrastruktur yang telah mencatatkan sahamnya di bursa efek jakarta ada 4 (empat) industri yaitu industri jalan tol, ariport, pelabuhan dan industri telekomunikasi serta industri transportasi dan konstruksi. Sedangkan yang termasuk dalam katagori LQ 45 ada 3 perusahaan yaitu Citra Marga Nusantara, Indosat dan Telekomunikasi.

Tabel 3

Data Sales & DER Industri Agriculture

Nama	1995 Sales	1996 Sales	1997 Sales	1998 Sales	1999 Sales	1995 DER	1996 DER	1997 DER	1998 DER	1999 DER
CMNP	154	225	281	271	282	0,93	0,88	1,35	2,17	1,11
ISAT	1,045	1,223	1,455	2,108	2,739	0,12	0,11	0,18	0,23	0,21
TLKM	5,105	5,076	5,909	6,6	7,79	1,14	1,01	1,07	1,27	1,15

Sumber : Data Sekunder, diolah.

**.a. PT Citra Marga Nusaphala Persada (CMNP) Tbk.**

PT CMNP merupakan operator jalan tol. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1987, dan telah menangani jalan tol Cawang-Tanjung Priok. Nilai saham PT CMNP di Bursa Saham Jakarta, per lembarnya hanya Rp 500. Perusahaan ini juga menangani jalan tol Priok-Jembatan Tiga (Pluit) sepanjang 13, 13 kilometer. Selain itu juga mulai melakukan joint ventura dengan perusahaan konstruksi Filipina.

PT CMNP juga menangani konstruksi jalan tol Tanjung Perak, Surabaya sepanjang 36,5 kilometer. Pada bulan Juli 1998 perusahaan ini memenangkan kontrak pemerintah untuk memperpanjang ijin pengelolaan jalan tol Cawang - Tanjung Priok. Rencana besar perusahaan ini adalah bersama dengan perusahaan Jerman akan membangun jembatan Sungai mahakam, di Kalimantan Timur, dan di Pondok Bambu, Jakarta dan jalan tol lingkār luar Jakarta.

Struktur pemegang saham PT CMNP adalah sebagai berikut:

PT Jasa Marga (Persero)	17,79%
Yayasan Purna Bhakti Pertiwi	11,01%
PT Indocement Tunggal Perkasa	8,80%
Steady Safe Tbk.	7,60%
Steady Safe Finance B.V	6,60%
PT Krakatau Steel (Persero)	6,00%
PT Citra Lamtoro Gung Persada	2,92%

PT Bhaskara Dunia Jaya	1,32%
Koperasi	0,40%
Publik	37,56%

**b. PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.**

PT Telkom merupakan perusahaan milik negara yang memberikan layanan komunikasi domestik. Pada awalnya perusahaan ini adalah milik Belanda dengan nama Post en Telegraafdienst. Setelah melalui proses yang panjang dan melelahkan, akhirnya pada tahun 1991 Telkom berubah status dari Perusahaan Umum (Perum) menjadi status Badan usaha milik negara dan memiliki otonomi luas.

Layanan yang diberikan PT Telkom antara lain: telfon, transponder satelit, telex, telegram, dan jenis pelayanan komunikasi lainnya. PT Telkom mempunyai beberapa anak perusahaan, antara lain: PT Satelit Palapa Indonesia (Satelindo), yang memberikan pelayanan telepon seluler dan telepon internasional, PT Komunikasi Selular Indonesia (Komselindo) yang menyediakan provider untuk telepon seluler analog, PT Aplikasi Lintasarta yang melayani komunikasi paket data, VSAT, dan e-mail. PT Radio Telepon Indonesia (Ratelindo) yang menyediakan layanan telepon radio, PT Pasifik Satelit Nusantara (PSN), menyediakan layanan provider satelit komunikasi, PT Telekomindo Arimabhakti (Telekomindo) merupakan operator konstruksi dan pengembangan bangunan telekomunikasi beserta infrastrukturnya, PT Bangtelindo jasa konsultasi dan perawatan infrastruktur telekomunikasi, PT Elnusa Yellow Pages (ENYP). Pada



akhir tahun 1998, PT Telkom meluncurkan satelit baru yaitu Telkom I. Pembiayaan satelit ini akan ditanggung oleh Bang Exim Amerika.

Konstruksi pemegang saham PT Telkom adalah sebagai berikut:

Pemerintah	66,19%
Publik	33,81%

### **c. PT Indonesian Satellite Corporation (Persero) (INDOSAT) Tbk**

PT Indosat merupakan perusahaan milik negara yang memberikan jasa pelayanan telekomunikasi internasional. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1967 oleh America Cable & Radio Corporation, yang merupakan anak perusahaan International Telephone and Telegraph (ITT) Amerika. Pada tahun 1980 pemerintah Indonesia mengambil alih perusahaan tersebut, dan menjadikannya sebagai perusahaan milik negara dengan liabilitas yang terbatas.

PT Indosat mampu menghubungkan Indonesia dengan 240 negara-negara di dunia melalui 4 jalur internasional yang berada di Medan, Jakarta, Batam dan Surabaya. PT Indosat memberikan pelayanan telepon, telex, telegram, faksimili, dan saluran televisi serta video.

PT Indosat juga mempunyai saham di beberapa perusahaan lain, antara lain Asean Cableship Pte Ltd sebanyak 16,7%, saham di PT Aplikanusa Lintas Artha sebanyak 7,5%, saham di PT Bangtelindo sebanyak 15%, saham di PT Telkomsel sebanyak 35% yang merupakan joint venture dengan Setdco Megasel Asia dan PTT Telecom BV Belanda yang memberikan layanan telepon seluler. Selain itu PT Indosat juga mempunyai aset di luar negeri, antara lain di Suginami

TV Cable and Production, Jepang, Camintel SA dari Kamboja, dan USA Global Link.

Struktur pemegang saham PT. Indosat adalah sebagai berikut:

Pemerintah Indonesia	65,00%
Publik	35,00%

#### 4.1.2. Industri Pertanian

Perusahaan yang termasuk dalam industri pertanian yang telah mencatatkan sahamnya di bursa efek jakarta ada 8 (delapan) perusahaan yaitu Daya Guna Samudra, Bintuni Minaraya, Astra Agro Lestari, PP London Sumatra, Bakrie Sumatra Plantation, Bahtera Adimina Samudra, Dharma Samudra Fishing, Adindo Foresta Indonesia. Sedangkan yang termasuk dalam katagori LQ 45 ada 2 perusahaan yaitu Astra Agro lestari dan PP. London Sumatra.

Tabel 4  
Data Sales & DER Industri Agriculture

Nama	1995	1996	1997	1998	1999	1995	1996	1997	1998	1999
	Sales	Sales	Sales	Sales	Sales	DER	DER	DER	DER	DER
AALI	294	342	459	854	937	1,17	1,48	1,22	1,12	0,95
LSIP	189	209	237	492	518	1,75	1,21	2,23	12,3	5,96

Sumber : Data Sekunder, diolah.

##### a. PT. Agro lestari Tbk/ AALI

Perusahaan beroperasi pada beberapa perkebunan, Palm karet dan teh,. Saat sekarang dikenal sebagai PT Astra Agro Niaga dan didirikan pada tahun 1988. Pada tahun 1997 Perusahaan melakukan merger dengan PT Surya Raya

Bahtera, yang selanjutnya menjadi anggota dari Astra Group. Tujuan dari pada merger adalah untuk menyatukan usaha perkebunan dan proses produksinya menjadi satu kelompok dan pada tahun yang sama Perusahaan berubah nama menjadi PT Astra Agro Lestari . Perusahaan memproduksi minyak palm mentah(CPO) , sebesar 92 % dan sisanya adalah memproduksi karet , teh dan coklat. Pasar dari CPO sebagian besar untuk pasar domestik. Perusahaan mempunyai mayoritas saham pada 42 anak perusahaan , dan semuanya beroperasi pada bidang yang sama . Secara bersama Perusahaan dan anak Perusahaan menguasai 192,758 hektar lahan perkebunan dan semuanya terbagi pada beberapa lokasi yaitu Sumatera.Kalimantan, Sulawesi dan Jawa . Pada Bulan Maret tahun 2000 mengeluarkan obligasi dengan jangka waktu 5 tahun dengan bunga tetap sebesar 500 milyar Rupiah yang digunakan untuk mengadakan perluasan dan pembayaran hutang jangka pendek serta untuk penyertaan ekuitas pada anak Perusahaan.

PT. Astra Agro Lestari dilihat dari industrinya berada pada urutan ke 3 (tiga) untuk tingkatan total asset dan dilihat dari *shareholders equity* berada pada tingkatan ke 3 (tiga) serta dilihat dari total *liabilities*nya berada pada urutan ke 4 (empat) dari industrinya.

Adapun struktur dari pemegang saham PT Astra Agro Lestari adalah sebagai berikut :

Pemegang saham

PT Astra International	64,67 %
PT Pandu Dian Pertiwi	7,01%

PT Tri Nur Cakrawala	3,62 %
Kiki Sutantyo	2,82 %
Rahadi Santoso	2,82 %
Publik	17,41%

#### **b. PT Perusahaan Perkebunan London Sumatra Indonesia tbk**

LSIP adalah perusahaan yang bergerak dibidang perkebunan yang mempunyai areal perkebunan minyak palm, karet, teh dan kopi yang tersebar di wilayah propinsi Indonesia. LSIP ini dulunya dimiliki oleh Harrison & Crosfield (H&C) yang kemudian pada tahun 1994 dijual pada PT. Pan London Sumatra Plantation dan British Virgin Island yang merupakan anak perusahaan dari Happy Cheer Limited yang dimiliki oleh Andry Pribady, Ibrahim Risjad dan Henry Liem. Pada tahun 1997 LSIP mendapatkan pinjaman sebesar 213 juta US dolar dari 29 bank di 10 negara, dimana dana ini dipergunakan untuk untuk ekspansi areal minyak palm pada sejumlah lokasi di Sumatra, Kalimantan, Sulawesi dan Pulau Jawa.

Seluruh hasil produksi LSIP diproduksi di setiap wilayah areal perkebunan itu sendiri dimana 73% hasil produksinya merupakan komoditi ekspor. Kapasitas produksi pada tahun 1998 sejumlah 561.000 ton terdiri dari buah segar minyak palm, karet kering sebanyak 35.328 ton, cocoa kering sebanyak 9.360 ton, biji kopi kering sebanyak 2.100 ton, 2.400 ton daun the, semaian minyak palm sebanyak 6 juta dan semaian pohon karet sebanyak 6 juta.

Posisi PP. London Sumatra Plantation ini dilihat dari sektor industrinya untuk total asset dan *shareholders equity* berada pada urutan ke 4 (empat) sedangkan dilihat dari total *liabilities* berada pada urutan ke 3 (tiga) dari industrinya. Adapun susunan pemegang sahamnya sebagai berikut :

#### Pemegang Saham

PT. Pan London Sumatra Plantation	47,23%
Commerxbank (Sea) Ltd	5,83%
Publik	46,94%

#### 4.1.3. Industri Pertambangan

Perusahaan yang tercatat sebagai perusahaan publik di bursa efek jakarta terdapat 6 (enam) perusahaan Internasional Nickel Indonesia, Medco Energi Corporation, Aneka Tambang, Tambang Timah, Alter Abadi, Citatah Industri Marmer dimana yang masuk dalam katagori LQ 45 ada 3 (tiga) perusahaan yakni Medco Energi Corporation (MEDC), Aneka Tambang (ANTM) dan Tambang Timah (TINS).

Tabel 5

#### Data Sales & DER Industri Pertambangan

Nama	1995 Sales	1996 Sales	1997 Sales	1998 Sales	1999 Sales	1995 DER	1996 DER	1997 DER	1998 DER	1999 DER
ANTM	348	359	450	1,022	966	1,32	1,37	0,43	0,37	0,41
TINS	502	608	692	2,035	1,695	0,35	0,24	0,42	0,34	0,25
MEDC	120	360	661	1,836	1,629	1,83	2,47	2,74	2,08	0,46

Sumber : Data Sekunder, diolah.

### **a .PT Aneka Tambang /ANTM**

ANTM adalah Perusahaan Negara dibidang pertambangan yang didirikan pada tahun 1968 , dan saat ini memegang konsesi 75 tambang dengan total area tambang sebesar 3,6 Juta hektar. Perusahaan mulai memproduksi komersial dengan memproduksi 99,5 % perak murni guna pemenuhan suplai pada SK Global, South Korea .Sebelumnya perusahaan memproduksi perak murni dan saat sekarang memproduksi metal murni dan mempunyai kapasitas terpasang sebesar 75 Ton emas dan 270 ton perak murni tiap tahun.

Perusahaan mengkonsentrasikan dibidang pertambangan emas dan nickel. Lokasi dari pertambangan nickel terletak di Pomalaa ( Sulawesi ) dan Pulau Gebe di Maluku , sedang lokasi dari tambang emas dan perak terletak di Pongkor Jawa Barat .

Perusahaan melakukan kerjasama dengan Broken Hill Property , Queensland Nickel International , Newcrest and Anton Malaysia , dan saat sekarang memasarkan produksinya ke Pasar luar negeri ( 80 %) yaitu ke Jepang dan Australia . Usulan tentang privatisasi Perusahaan sampai sekarang ditunda sampai proses restrukturisasi Perusahaan dengan Aneka Tambang sebagai holding company dari enam Perusahaan . Sampai saat ini Pemerintah belum memutuskan berapa jumlah saham yang akan dijual , tapi mengharapkan hasil penjualan saham sebesar satu Juta US \$ dari usaha privatisasi.

PT. Aneka Tambang (ANTM) ini dilihat dari posisi total asset, shareholders equity dan total liabilitas berada pada urutan ke 3 (tiga) dari posisi industrinya.

Adapun struktur dari pemegang saham PT ANTM adalah sebagai berikut :

Pemegang saham

Pemerintah Indonesia	65 %
Public	35 %

#### b. PT Medco Energy Corporation Tbk/MEDC

MEDC adalah holding company untuk perusahaan yang berhubungan dengan energi dalam Group Perusahaan Medco.

PT MEDC melalui anak perusahaan mempunyai sepuluh ( 10 ) pengeboran lepas pantai dibawah PT Meta Epsi Antareja . tiga (3) pengeboran minyak lepas pantai dibawah PT Apexindo .Pada bulan Maret 1977 Perusahaan melakukan kerjasama dengan Perusahaan minyak dan gas dari Myanmar untuk melaksanakan 8000 m ladang minyak di Myanmar. Sebulan sesudahnya Perusahaan melaksanakan kerjasama dengan PT Chandra Asri pusat Petro kimia dan Krupp Uhde German melalui Perusahaan PT Citra Pasific Aromatik yang memproduksi Benzena Tolena dan mixxylena , serta membangun pabrik semen di Gombong --Jawa Tebgah dengan kapasitas produksi sebesar 1,9 Juta ton/tahun.

Perusahaan telah mengumumkan bahwa pelaksanaan restrukturisasi dari MEDC telah komplet sebesar 80 % dengan membayar kembali sebesar 623 Juta US \$ , sedang sisanya sebesar US \$ 100 Juta dalam proses negoisasi.

Dilihat dari posisi total asset, shareholders equity dan total liabilities PT. MEDCO berada pada urutan ke 2 (dua) dari industrinya.

Adapun Struktur kepemilikan saham MEDC seperti tersebut dibawah ini :

Pemegang saham

PT New Link Energy    Recources Ltd	67,83 %
PT Medco Duta	14,20 %
Public	14,20 %

### c. PT TAMBANG TIMAH (PERSERO) Tbk/TINS

TINS didirikan pada tahun 1976 yang merupakan perusahaan Negara dibidang pertambangan . Perusahaan mewakili tiga ( 3) perusahaan Belanda yang telah di merger dengan operasi di Indonesia . Operasi dari TINS berada di Pulau Bangka,Pulau Karimun dan di sepanjang pantai di Sumatera. TINS mempunyai ijin penambangan sebesar area 786,657 Ha yang sudah ditambang sebesar 458,134 ha . TINS memproduksi 34000 ton timah dengan pemasaran menggunakan merk Bangka, Mentok, dan Bangka low lead (BLL) dan hampir 95 % produknya di pasarkan ke Amerika Utara, Eropa dan Asia dan selebihnya digunakan untuk pasar dalam negeri. Salah satu perusahaannya yaitu PT Indometal limited , London merupakan agen pemasaran di Eropa dan yang lainnya adalah PT Indometal Corporation ,New York bertanggung jawab pemasaran di Amerika Utara. Pada saat ini TINS melakukan dual listing di Bursa saham di Jakarta dan Bursa saham di London . Perusahaan mencatatkan sahamnya untuk seri B sebesar 50,33 \$ ( 10 % ) dengan harga tiap saham sebesar RP2,900,-di Bursa saham Jakarta dan Bursa saham di Surabaya .Pada saat yang sama Perusahaan telah menyelesaikan seluruh pencatatanya pada bursa saham dengan jumlah sahamnya sebesar 503,30 Juta . Pada Bursa saham di London Perusahaan mencatatkan 125,825 juta saham ( 25 %) dalam bentuk GDRs ( Global depository receipts).

PT. Tambang Timah ini dilihat dari total asset dan *shareholders equity* berada pada urutan ke 4 (empat) dari industrinya. Sedangkan dilihat dari total *liabilitiesnya* berada pada urutan ke 6 (enam) dari industrinya.



Adapun struktur pemilikan sahamnya

Pemegang saham

Pemerintah 65 %

Public 35 %

#### 4.1.4. Industri Barang Konsumen

Industri barang konsumen dibagi dalam beberapa kelompok yang terdiri dari *Food and Beverage, Tobacco Manufactures, Pharmaceuticals, Cosmetics and Household* serta *Houseware*.

Untuk kelompok industri *Food and Beverage* yang termasuk dalam katagori ini adalah Ades Alfindo, Aqua Golden Mississippi, Asia Intiselera, Cahaya Kalbar, Davomas Abadi, Delta Djakarta, Fiskaragung Perkasa, Indofood Sukses Makmur, Mayora Indah, Miwon Indonesia, Multi Bintang Indonesia, Prasadha Aneka Niaga, Sari Husada, Sekar Bumi, Sekar Laut, Siantar TOP, SMART, Suba Indah dan Ultra Jaya. PT. Indofood Sukses Makmur (INDF) merupakan perusahaan yang termasuk dalam katagori LQ 45.

Sedangkan yang termasuk dalam katagori *Tobacco Manufacturers* adalah BAT Indonesia, Gudang Garam serta H.M. Sampurna., dimana yang termasuk dalam katagori LQ 45 adalah Gudang Garam dan H.M. Sampurna. Dan untuk sektor industri *Pharmaceuticals* yang termasuk perusahaan dalam katagori ini adalah Bayer Indonesia, Bayer Indonesia SB, Dankos Laboratories, Darya Varia Laboratories, Kalbe Farma, Merck Indonesia, Schering Plough Indonesia, Squibb

Indonesia dan Tempo Scan Pasific, dimana PT. Kalbe Farma, Dankos Laboratories dan Tempo Scan Pasific merupakan perusahaan yang termasuk dalam katagori LQ 45.

Tabel 6  
Data Sales & DER Industri Consumer Goods

Nama	1995	1996	1997	1998	1999	1995	1996	1997	1998	1999
	Sales	Sales	Sales	Sales	Sales	DER	DER	DER	DER	DER
DNKS	115	131	157	215	376	1,05	0,88	2,38	5,47	2,41
HMSP	1,688	2,366	3,111	4,649	7,412	0,53	1,07	1,66	2,2	1,07
INDF	2,091	4,249	4,987	8,834	11,55	1,69	2,35	15,3	15,8	3,2
KLBF	528	481	499	725	1,119	2,24	2,04	6,34	NA	0,33
TSPC	406	474	623	889	1,332	0,89	0,86	1,49	0,87	0,44
GGRM	5,595	6,558	7,518	9,973	12,7	0,92	0,69	0,67	0,58	1,07

Sumber : Data Sekunder, diolah.

#### **a. PT. Dankos Laboratories/DNKS**

Tahun 1982 perusahaan ini memindahkan tempat operasinya ke areal seluas 12 ha di Pulogadung Jakarta Barat. Produk utamanya adalah obat-obatan dengan resep dokter, terdiri dari 8 katagori dan 7 katagori obat bebas. Pada bulan Desember 1990 perusahaan ini mengambil alih 99,6 % saham PT. Bintang Toedjoe yang bergerak dalam produk farmasi. Pada tanggal 17 April 1997 perusahaan menandatangani order pembelian saham dengan Taisho Pharmaceutical Asia Sdn, Bhd. Malaysia. Karena itu, perusahaan memiliki 45 % dari PT. Taisho Indonesia.

PT. Dankos Laboratories ini dilihat dari komposisi total asset dan total *liabilities* menduduki tingkatan ke 3 (tiga) dari sektor industri *Pharmaceutical*, sedangkan untuk *shareholders equity* berada pada urutan ke 6 (enam) dari sektor industrinya.

Adapun susunan pemegang saham PT. DNKS meliputi :

Penegang Saham

PT. Kalbe Farma	: 71,46 %
Publik	: 28,54 %

**b. PT. Hanjaya Mandala Sampoerna (HM. Sampoerna) Tbk/HMSP**

PT. HM. Sampoerna adalah produsen rokok kretek dengan merek Dji Sam Soe, didirikan di Surabaya pada tahun 1963 dengan nama PT. Perusahaan Dagang Industri Panamas.

Selain memproduksi merek Dji Sam Soe, perusahaan Pada bulan Oktober 1988, PT H.M. Sampoerna mengambil alih PT Handel Maatschappij dan mengubah namanya menjadi PT. Hanjaya Mandala Sampoerna. Kantor pusat dan areal utama yang menghasilkan sigaret kretek tangan dan sigaret kretek mesin berlokasi di Rungkut Surabaya, Malang juga memproduksi merek-merek: Sampoerna A Hijau, Panamas Kuning, Sampoerna A Exclusive, Sampoerna A Internasional, Sampoerna A Universal dan Sampoerna A Mild. PT. HM Sampoerna berafiliasi dengan PT. Sampoerna Percetakan Nusantara, PT. Panamas, PT. Sampoerna Transport Nusantara, PT. Sumber Alfira Trijaya, PT.

Wahana Sampoerna, PT. Sampoerna Advertising Nusantara, PT. Sampoerna Food Product Nusantara, PT. Sampoerna Joo Lan, Sdm, Bhd, Malaysia dan Sampoerna Stella Corp. Ltd. Taiwan.

Pada bulan Januari 1996 dengan saham sebesar 50% pada masing-masing perusahaan bekerjasama dengan Thai Boon Rong Group, grup bisnis dari Kamboja membangun perkebunan di Phnom Pen. Pada bulan Juni 1996 dengan saham sebesar 30% bekerjasama dengan PT. Inhutani III (40%) dan PT. Nordic Forest Development Holding Ptc, Singapore (30%) mendirikan PT. Finnata Intiga sebuah perusahaan kehutanan. Dan pada bulan Juli 1996 perusahaan memperoleh pinjaman sebesar 150 juta dollar AS dari sindikasi bank internasional dan institusi keuangan yang di-arrange oleh Chase Manhattan Asia Ltd. (Hongkong) dan Credit Suisse Mitsubishi International (Singapore). Pinjaman dibagi dalam dua bagian yaitu untuk membayar pinjaman lama dan untuk memperkuat modal kerja.

Antara bulan Juni 1996 s/d bulan Oktober 1996, Putera Sampoerna yang merupakan pemegang saham perusahaan terbesar menjadi pembicaraan banyak pihak, sebab manuvernya membeli saham PT. Astra Internasional yang dilaporkan sebesar 15%, tetapi setelah Rapat Pemegang Saham Tahunan pada bulan Pebruari 1997 ternyata hanya memiliki saham sebesar 7,75%. Kemudian pada bulan Maret 1997 Putera Sampoerna ditunjuk sebagai Dewan Komisaris dari PT. Indofood Sukses Makmur setelah meningkatkan jumlah sahamnya menjadi 5,63% di perusahaan tersebut.

PT. HM. Sampurna dilihat posisi dari total asset dan shareholder equity menduduki urutan ke 2 (dua) dari industri *Tobacco Manufacturer*, sedangkan dilihat dari total liabilitiesnya berada pada urutan pertama dari industrinya. Adapun susunan pemegang saham PT HM Sampurna sebagai berikut :

Pemegang Saham :

PT. Anggarda Sampoerna	: 38,00%
Norbax Inc.	: 6,27%
Crestbridge Limited, British Virgin Island	: 6,64%
PT. Lancar Sampoerna Bestari	: 5,20%
Publik	: 52,39%

**c. PT. Indofood Sukses Makmur Tbk/INDF**

PT. Indofood Sukses Makmur adalah perusahaan yang berdiri pada tahun 1974 yang merupakan gabungan dari 19 perusahaan mie instan. Produk yang dipasarkan adalah : Indomie, Sarimi, Pop Mie dan Top Mie dan menguasai 90% pasar mie instan di Indonesia

Perusahaan juga memproduksi bumbu Indofood, kecap Indofood, kecap Piring Lombok, makanan ringan seperti : Chiki, Chitato, Cheetos dan Jetz kemudian memproduksi juga makanan bayi SUN, Kopi Tugu Luwak dan kopi Cafela

Pada bulan April 1994, PT. Global Mark International salah satu pemegang saham mengeluarkan obligasi yang disebut Mandatory Exchangeable

Bonds (MEB) seharga 500 juta dollar AS untuk jangka waktu 3 tahun di Luxembourg Stock Exchange. Obligasi MEB merupakan obligasi yang dapat ditukarkan untuk 139 juta saham Global Mark. Setelah seluruh obligasi ditukarkan, saham Global Mark turun menjadi 215 juta atau 28% dari total saham perusahaan.

Perusahaan mempunyai 12 cabang : PT. Ciptakemas Abadi, PT. Gizindo Primanusantara, PT Prima Intipangan Sejati, PT. Intranusa Cipta, PT. Tristara Makmur, PT. Indosentra Pelangi, PT. Arthanugraha Mandiri, PT. Suryapangan Indonesia, PT. Cemako Mandiri Corp. dan PT. Puti Usahatama Salim Group

Pada bulan April 1995 dengan 51% saham bekerjasama dengan Said Bawasir (49% saham) mendirikan pabrik mie instan di Jeddah, Arab Saudi. Pada bulan April 1997, rapat umum luar biasa menyetujui rencana manajemen untuk menerima enam gabungan perusahaan dimana perusahaan menjadi anggotanya.

PT. Indofood dilihat dari komposisi total asset, shareholder equity dan total liabilities berada pada urutan pertama dari sektor industri *Food and Beverages*. Adapun pemegang saham PT. Indofood ini terdiri dari

PT. Mekar Perkasa	: 17,44 %
Pemerintah RI	: 10,18 %
Norbax, Inc	: 6,26 %
PT. Sumber Sampoerna Nusantara	: 5,63 %
Publik	: 54,35 %

#### d. PT. Kalbe Farma Tbk/KLBF

Didirikan pada tahun 1966 dan sekarang menjadi perusahaan farmasi terbesar di Indonesia. Perusahaan memproduksi dan memasarkan produk-produk farmasi seperti Promag, Procold, Neuralgin, Entrostop dan Cypron

Fasilitas produksinya seluas 2,6 Ha berlokasi di Pulo Mas Jakarta Timur. Perusahaan memiliki saham sebesar 80% dalam PT. Igar Jaya yang merupakan kerjasama dengan Owen Illinois. Inc, pabrik botol dan pengemasan produk farmasi, kosmetik dan industri makanan, kemudian 60 % pada PT. Avesta Continental Pack yang memproduksi pengemasan produk farmasi, agro-chemical, kosmetik dan industri makanan, 100% saham pada PT. Helios Arya Putra yang memproduksi kembang gula, 49% di PT Pfimmer Infusol Indonesia yang merupakan kerjasama dengan J. Pfimmer Pharmazeutische Werke Erlangen GmbH yang membuat Parenteral Nutrition, 75 % pada PT. Mitra Bangun Griya sebuah perusahaan Kawasan Industri dan 72% di PT. Dankos Laboratories, perusahaan farmasi

PT. Kalbe Farma dilihat dari komposisi total asset dan total liabilities berada pada urutan ke 2 (dua) dari industri *Pharmaceutical* , sedangkan dilihat dari komposisi *shareholders equity* berada pada urutan pertama dari industrinya. Adapun susunan pemegang sahamnya sebagai berikut :

#### Pemegang Saham

PT. Enseval	: 54,20%
Publik	: 45,80%

### e . PT. Tempo Scan Pacific Tbk/TSPC

PT. Tempo Scan Pacific adalah industri farmasi, produk perawatan kesehatan dan kosmetik yang didirikan pada tahun 1970, disamping memasarkan merek dagang Bode and Scan, perusahaan juga memproduksi dibawah lisensi Rorer Holding BV (Belanda), Lucky Ltd. (Korsel), Laboratories Besins Incovesco, S.A (Perancis), PT. Procter & Gamble Company (USA) dan Beiersdorf Cosmetic Gmebh (Jerman). Perusahaan terkenal dengan produk-produk farmasi seperti : Bodrex, Hemaviton dan Neo Rheumacyl. Produk-produk kosmetik dan perawatan kesehatan meliputi : Barclay Prothodent, Revlon, Marine and Pritho. Distributor dari perusahaan adalah PT. Tempo Group yang didukung oleh jaringan pemasaran luar negeri. Sebagian besar bahan baku produksi masih diimport.

Perusahaan mempunyai sebelas cabang, delapan memproduksi perawatan kesehatan dan kosmetik dan tiga sedang mengusahakan untuk memproduksi farmasi. Perusahaan –perusahaan yang memproduksi perawatan kesehatan dan kosmetik adalah : PT. Firma Utama Soap (100 %), PT. Pritho Industrial Co. Ltd. (100%), PT. Tempo Najadi (100 %), PT. Barclay Product Ltd. (100%), PT. Pulau Mahoni (96%), PT. Rudy Seyadi & Co. (50%), PT. Eres Revco (50%) dan PT. Beierdorf Indonesia (20%). Sedangkan perusahaan farmasi adalah : PT. Global Eramas (100%), PT. Indonesia Pharmaceutical Industries. Pada kuartal pertama tahun 1997, perusahaan mempunyai rencana untuk menggabungkan PT. Surya Usadhatama dan PT. Supra Ferbindo Farma untuk mengantisipasi bisnis obat-obatan dan dimiliki oleh Ometraco Corporation. Akuisisi bertujuan untuk



mensupport bisnis tersebut. Menurut sebuah lembaga independen CIBA (Center for Investment and Business Advisory), akuisisi tersebut telah bernilai 75,15 milyar rupiah menjadi 319,75 milyar rupiah. Hal tersebut menunjukkan peningkatan pendapatan bersih sebesar 17 s/d 20 % dalam tiga tahun terakhir. Untuk membiayai akuisisi tersebut, perusahaan menerima pinjaman sebesar 100 juta US dollar dari sindikasi lembaga keuangan di Singapore dan Tokyo. Perusahaan menjadi anggota Tempo Group.

Dilihat dari komposisi total asset dan total *liabilities* TSPC menduduki urutan ke 2 (dua) dari sektor industrinya. Sedangkan dilihat dari komposisi *shareholders equity* TSPC menduduki urutan pertama dari industri *Pharmaceutical*. Adapun susunan pemegang saham TSPC sebagai berikut

Pemegang Saham:

PT. Bogamulia Nagadi	: 61,78 %
Norbac Inc	: 5,59 %
Bank of New York Nominees	: 5,24 %
Publi k	: 27,39 %

**f. PT. Gudang Garam Tbk/GGRM.**

Perusahaan memproduksi tiga jenis rokok yaitu, sigaret dari kulit jagung (klobot), sigaret kretek tangan dan sigaret kretek mesin. Sigaret kretek tangan dengan sembilan merek dan sigaret kretek mesin dengan enam merek, empat diantaranya merupakan merek utama yaitu Gudang Garam Internasional, Surya 16, Gudang Garam merah isi 10 dan Gudang Garam Merah isi 12. Perusahaan memasang kapasitas produksi 105 milyar sigaret per tahun terdiri dari 90 milyar

sigaret kretek mesin dan 15 milyar sigaret kretek tangan dan menguasai pangsa pasar sebesar 49% dari sigaret kretek di Indonesia.

Tiga distributor utamanya adalah PT Surya Bhakti Utama, PT Surya kerta Bhakti dan PT. Surya Jaya Bhakti. Pada tahun 1993 perusahaan menerima pinjaman sebesar 60 juta dolar AS dari sindikasi bank Singapura untuk meningkatkan kapasitas produksinya. Pada tahun 1994 perusahaan ini meningkatkan jumlah sahamnya di anak perusahaan dari 79% menjadi 100% yaitu PT. Surya Pamenang, sebuah perusahaan pengepakan

Perusahaan ini mengembangkan kawasan hutan kayu Dengan penyertaan modal sebesar 30%, bekerjasama dengan PT Inhutani III sebesar 40% dan Enso Finlandia sebesar 30%. Pada tahun 1996 kerjasama ini memebangun 10.000 ha. Untuk kwasan hutan industri dengan dana 260 milyar rupiah.

Pada awal Pebruari 1997, perusahan dihantam pembelian barang curian yang dilakukan oleh bekas kepala bagian keuangan kantor perwakilan Surabaya. Akibat kasus tersebut kerugian perusahaan mencapai 8,5 milyar rupiah yang pada akhirnya ditutup oleh delapan pendiri perusahaan.

Dilihat dari komposisi total asset dan *shareholders equity* GGRM menduduki urutan pertama dari sektor industrinya. Sedangkan dilihat dari komposisi total *liabilities* GGRM menduduki urutan ke 2 (dua) dari industri *TobaccoManufacturers*. Adapun susunan pemegang saham GGRM sebagai berikut

Pemegang Saham :

PT. Suryaduta Investama	: 66,80%
PT. Suryamitra Kusuma	: 5,32%

Tan Siok Tjien	: 2,49%
Koperasi	: 2,00%
PT. Hari Mahardika Usaha	: 1,87%
PT. Lakta Utama	: 1,36%
Rahman Halim	: 0,94%
Lain-lain	: 6,45%
Publik	: 12,77%

#### 4.1.5. Industri Dasar dan Kimia

Industri Dasar dan Kimia dikelompokkan menjadi 8 (delapan) katagori industri yaitu *Cement, Ceramics, Metal and Allied Products, Chemicals, Plastics & Packaging, Animal Feed, Textile 7 Garment, Wood Industries dan Pulp & Papper*. Sedangkan perusahaan yang termasuk dalam katagori LQ 45 terdiri dari *industri Cement, Chemicals, Animal Feed, Wood Industries dan Pulp & Paper*.

Industri *Cement* terdiri dari Indocement Tunggal Perkasa, Semen Cibinong dan Semen Gresik, dimana yang termasuk dalam katagori LQ 45 adalah Semen Cibinong dan Semen Gresik.

Untuk Industri *Chemicals* termasuk didalamnya Budi Acid Jaya yang termasuk dalam katagori LQ 45, Duta pertiwi, Ekadharma, Eterindo Wahana, Intan Wijaya Chemical, Kurnia Kapuas, Sorini Corporation, Tri Polyta Indonesia dan Unggul Indah Cahaya.

Industri *Animal Feed* meliputi Anwar Sierad, Charoen Pokpahan Indonesia, CP Prima, Dharmala Agrifood, JAPFA, Sierad Produce, Surya Hidup Satwa. Sedangkan yang termasuk dalam katagori LQ 45 adalah Charoen

Pokphand Indonesia. Sedangkan untuk Textile & Garment Indorama Syntentic termasuk dalam katagori LQ 45 dari 9 (sembilan) perusahaan yang ada.

Untuk industri *Wood Industries* terdiri dari Barito Pacific yang merupakan perusahaan yang termasuk dalam katagori LQ 45, Daya Sakti Unggul, Sumalindo Lestari, Surya Dumai Industri dan Tirta Mahakam Plywood Industry. Sedangkan untuk industri *Pulp & Paper* termasuk didalamnya Fajar Surya Wisesa, Indah Kiat Pulp & Paper, Inti Indorayon, Pabrik Kertas Tjiwi Kimia, Suparma dan Surabaya Agung Industri. Perusahaan dalam industry Pulp & Paper yang termasuk dalam katagori LQ 45 adalah Indah Kiat Pulp & Paper serta Pabrik Kertas Tjiwi Kimia.

Tabel 7

## Data Sales &amp; DER Industri Dasar &amp; Kimia

Nama	1995 Sales	1996 Sales	1997 Sales	1998 Sales	1999 Sales	1995 DER	1996 DER	1997 DER	1998 DER	1999 DER
BRPT	818	964	1,099	1,929	1,595	0,56	0,38	1,66	2,87	3,11
BUDI	149	298	321	792	734	0,67	1,06	2,64	3,1	2,17
CPIN	978	1,254	1,322	1,682	2,379	1,93	1,66	3,72	5,83	2,42
FASW	300	350	511	1,048	1,025	1,22	1,91	7,05	NA	3,15
INDR	676	678	980	2,231	2,027	1,57	1,38	2,31	1,1	1,44
SMCB	695	768	837	880	932	1,17	1,83	6,38	NA	NA
INKP	2,076	1,812	2,948	9,333	9,275	1,7	1,81	1,67	1,02	1,18
SMGR	821	1,363	1,64	2,315	3,092	0,45	0,71	1,02	1,54	1,61
TKIM	1,244	1,391	2,021	5,083	6,165	2,26	2,38	2,3	1,73	1,53

Sumber : Data Sekunder, diolah.

#### **a. PT. Indo-Rama Synthetics Tbk**

PT. Indo-Rama Synthetics merupakan produsen polyester terbesar di Indonesia. Perusahaan ini dapat melakukan proses produksi selama dua puluh empat jam tanpa henti dan cacat.

Perusahaan ini didirikan pada tahun 1974. Hasil produksi perusahaan ini antara lain benang filamen Polyester, Polyester Staple Fibre, PET Resin, benang spun dan bahan-bahan polyester lainnya. Lokasi pabrik terletak di Purwakarta, Jawa Barat. Kapasitas produksi perusahaan ini untuk benang spun sebanyak 120.000 kelos, polyester sebanyak 65.000 tpa. PET Resin sebanyak 63.000, dan bahan-bahan polyester sebanyak 14,4 juta meter dan juga bahan tenun yang terdiri dari polyester sebanyak 84.000 tpa dan bahan Poly Grey sebanyak 20 juta meter per tahun. Perusahaan ini merupakan perusahaan benang polyester satu-satunya di Indonesia yang mempunyai sertifikat ISO 9002. Nilai ekspor pada tahun 1995 mencapai 57%. Pada tahun 1997 perusahaan ini melakukan ekspansi dan berhasil menambah kapasitas produksinya hingga mencapai 31.000 tpa untuk benang spun, kapasitas polyester sebanyak 203.000 tpa. Barang-barang jadi lainnya juga mengalami kenaikan produksi. Nilai ekspansi perusahaan ini mencapai US\$ 135 juta. Di akhir tahun 1997, perusahaan melakukan ekspansi hingga ke India dan merangkul dua perusahaan Jepang, yaitu Itochu dan Mitsui, untuk memperoleh bahan baku produksi benang polyester.

Dilihat dari komposisi total asset, *shareholders equity* dan total *liabilities* INDR menduduki urutan pertama dari sektor industrinya. Adapun susunan pemegang saham INDR sebagai berikut.

Adapun komposisi pemegang sahan perusahaan ini adalah sebagai berikut:

PT Irama Unggul	: 37,81%
Indorama International Finance PLC	
Inggris	: 13,19%
IFC, Washington	: 7,34%
Publik	: 41,66%

#### **b.PT. Barito Pacific Timber Tbk**

Merupakan perusahaan kayu , yang didirikan di Banjarmasin, Kalimantan Selatan dengan nama PT. Bumi Raya Pura Mas Kalimantan. Perusahaan itu bergabung dengan tujuh perusahaan kayu lain, yaitu: PT Sebangau Besar, PT Wira Saraja Tama, PT First Rahmat Timber Industrial and Trading Co., PT Maruwai Timber, PT Barito Pacific Lestari Wood Products, PT Bima Barito Forest Product, dan PT Maraga Daya Woodworks. Perusahaan ini juga didukung oleh lima perusahaan kayu lain, yaitu PT Tunggal Yudi Sawmill Plywood, PT Mangola Timber Producers dan PT Tunggal Agathis Indah Wood Industries dan dua perusahaan kayu adhesiv, yaitu PT Primajaya Rodakayu dan PT Wiranusa Trisatis.

Nilai penjualan perusahaan mengalami peningkatan 10% pada tahun 1999. Perusahaan ini dapat memproduksi total 1,3 juta kubik kayu jadi dan 0,9 juta kubik kayu adhesiv. Lebih dari 95% hasil produksinya diekspor ke berbagai negara di dunia. Pada tahun 1996 perusahaan ini melakukan ekspansi dengan mendirikan pulp mill di sungai Digul, Merauke Irian Jaya, yang diharapkan dapat memenuhi kebutuhan di Indonesia bagian Timur.

Dilihat dari komposisi total asset, *shareholders equity* dan total *liabilities* BRPT menduduki urutan pertama dari sektor *Wood Industry*.

Komposisi pemegang saham perusahaan ini adalah sebagai berikut:

PT Barito Pacific Lumber Co.	30,44%
PT Tunggal Setia Pratama	23,56%
PT Taspen (Persero)	13,06%
Prajogo Pangestu	7,97%
PT Mukti Lestari Kencana	1,16%
Koperasi	0,69%
Publik	23,12

### **C. Charoen Pokphand Indonesia Tbk**

PT CPIN adalah perusahaan terkemuka dibidang makanan ternak di Indonesia dengan mengintegrasikan jaringan produksinya , penelitian dan pengembangan fasilitas serta pusat pembibitan ayam di Medan, Jakarta dan Surabaya.

Perusahaan didirikan pada tahun 1971 oleh CP overseas Investment Co.Ltd M di Hongkong . Perusahaan pada mulanya didirikan untuk menghasilkan makanan ternak secara modern di Jakarta . Pada tahun 1988 untuk memenuhi permintaan pasar ekspor untuk udang , maka perusahaan menambah unit produksinya yaitu makanan udang . secara keseluruhan sekarang perusahaan mempunyai kapasitas produksi terpasang sebesar 750.000 Ton makanan ternak setiap tahunnya. Disamping Perusahaan memproduksi makanan Ternak Perusahaan juga mempunyai pembibitan ayam (DOC) yang dipasarkan kepada peternak diseluruh Indonesia . Perusahaan saat sekarang mempunyai bagian saham sebesar 80 % sahan dari PT Charoen Pokphand Jaya Farm , yang memproduksi pembibitan ayam dan dewasa ini mensuplai 60 juta DOC tiap tahun.

Dilihat dari komposisi total asset CPIN menduduki urutan ke 4 (empat) dari industri *Animal Feed & Husbandry*, sedangkan dilihat dari komposisi *shareholders equity* berada pada urutan pertama dan CPIN berada pada urutan ke 5 (lima) dari industrinya.

Adapun struktur pemegang saham dari CPIN adalah sebagai berikut

Pemegang saham

PT Central Proteina Prima	55,34 %
Norbax Inc (US)	8,44 %
Public	36,22 %



**d. PT Fajar Surya Wisesa Tbk**

Perusahaan ini bergerak dalam bidang produksi kertas sampul, yang didirikan pada tahun 1987 dengan kapasitas produksi mencapai 500.000 ton. Delapan puluh persen produksinya ditujukan untuk memenuhi pasar lokal. Bahan mentah dari perusahaan ini adalah kertas daur ulang, yang dicampur dengan pulp dan bahan kimia lainnya. Perusahaan ini menempati areal seluas 41,5 ha berlokasi di Cibitung, Bekasi. Hasil produksi perusahaan ini antara lain: corrugated medium paper, craft liner board, coated duplex board, ivory board dan art paper. Pada tahun 1995 perusahaan ini meraih sertifikat ISO 9002.

PT. Fajar Surya Wisesa dilihat dari komposisi total asset berada pada urutan ke 4 (empat) dan dari total liabilities berada pada urutan ke 5 (lima) dari industri *Pulp & Paper* , sedangkan dilihat dari komposisi *shareholders equity* berada pada urutan ke 3 (tiga) dari industrinya.

Struktur pemegang saham perusahaan ini adalah sebagai berikut:

PT Intercipta Sempama	52,40%
PT Intratata Usaha Mandiri	17,50%
PT Garama Dhananjaya	5,80%
PT Tatacitra Swadaya Abadi	2,00%
Publik	22,30%

**e. PT Indah Kiat Pulp & Paper Corporation Tbk**

Perusahaan ini memproduksi pulp dan kertas. Perusahaan ini didirikan

pada tahun 1976 yang merupakan perusahaan joint-venture antara PT Berkat

Indah Agung (51%), dan dua perusahaan asing dari Taiwan, yaitu Chung Hwa

Pulp Corporation (35%) dan Yueng Fong Yu Paper Manufacturing Co.Ltd (14%).

Pada tahun 1986 mayoritas saham dipegang oleh PT Purinus Ekapersada yang

merupakan anggota kelompok Sinar Mas. Perusahaan ini juga mempunyai pabrik

kertas di Tangerang, Jawa Barat dengan luas 25,4 ha dan mempunyai kapasitas

produksi sebesar 87 ribu ton per tahun. Pada tahun 1989 perusahaan ini

melakukan ekspansi di Tangerang dan mulai memproduksi kertas komputer.

Dengan adanya ekspansi ini kapasitas produksi menjadi meningkat sebesar 344

ribu ton per tahun.

Hasil produksi perusahaan ini didistribusikan melalui agen, yaitu PT

Excorn Remaja. Ltd, dan sebagian besar diekspor. Pada bulan April tahun 1995,

perusahaan Asia Pulp & Paper (APP), yang merupakan pemegang saham

perusahaan ini mendaftarkan sahamnya di Bursa Efek New York.

PT. Indah kiat dilihat dari komposisi total asset, *shareholders equity* dan

total *liabilities* berada pada urutan pertama dari sektor industri *pulp & paper*.

Berikut ini adalah struktur pemegang saham perusahaan:

PT Purinus Ekapersada	52,64%
Norbax Inc	8,88%
CHP International (BVI) Corp.	5,88%
Publik	32,60%

**f. PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk**

Perusahaan ini pada awalnya merupakan perusahaan pembuat caustic soda, dan pada tahun 1978 melakukan ekspansi bisnisnya dan bergerak dalam produksi kertas dan pulp.

Selain itu, pada tahun 1987 perusahaan ini juga mulai merambah produksi alat-alat tulis (stationery), dengan kapasitas produksi 98,300 ton per tahun. Hasil produksi perusahaan ini dipasarkan dengan merek Sinar Dunia, Mirage dan Paperline dan menguasai 45% pasar stationery di Indonesia dan menguasai 35% pasar kertas di Indonesia. Perusahaan ini merupakan salah satu anggota kelompok Sinar Mas. Pada tanggal 7 April 1995, perusahaan Asia Pulp & Paper, yang merupakan salah satu pemegang sahamnya, mendaftarkan saham di Bursa Efek New York.

Pabrik kertas Tjiwi Kimia dilihat dari komposisi total asset, *shareholders equity* dan total *liabilities* berada pada urutan kedua dari sektor industri *pulp & paper*.

Adapun struktur pemegang saham perusahaan adalah sebagai berikut:

PT Purinusa Ekapersada	63,40%
Koperasi	0,10%
Publik	36,50%

## g. PT Budi Acid Jaya Tbk

Perusahaan ini memproduksi dan memasarkan citrit acid, sulfuric acid, tepung tapioka dan poly propylene wove bag.

PT Budi Acid Jaya didirikan pada tahun 1979, yang memiliki dua belas pabrik tapioka, 10 berlokasi di Lampung, 1 berlokasi di Jambi dan 1 di Solo. Disamping itu perusahaan ini juga mempunyai satu pabrik sulfuric dengan kapasitas produksi sebesar 60.000 ton, dua pabrik citrit acid dengan kapasitas produksi total 15.000 ton dan juga mempunyai tiga pabrik poly propylene karung dengan kapasitas produksi total 9.500 ton per tahun.

Hasil produksinya yang berupa citrit acid kebanyakan digunakan sebagai pengawet serta pewarna makanan dan minuman, sedangkan sulfur acid digunakan dalam pembuatan citrit acid, sedangkan tepung tapioka digunakan dalam pembuatan berbagai jenis makanan, kertas dan industri tekstil. Penjualan citrit acid menempati bagian terbesar, sebanyak 54,2 %, disusul oleh penjualan tapioka sebesar 39,2%.

Perusahaan ini merupakan anggota dari Kelompok Sungai Budi. Citrid acid yang diproduksi, dipasarkan dengan merk dagang Gajah ditujukan untuk pasar domestik. Sulfuric acid dipasarkan dengan merk perusahaan sendiri. Sementara itu, tepung tapioka dipasarkan dengan merk Gudang Agung, Ikan Mas, Ikan Koki dan Rose. Perusahaan ini menunjuk PT Sungai Budi sebagai distributor tunggal untuk pemasaran domestik, sementara untuk pasar ekspor ditangani

sendiri oleh perusahaan. sebagian besar bahan baku perusahaan ini diperoleh dari

dalam negeri.

PT. Budi Acid Jaya berdasarkan komposisi total asset berada pada urutan ke 6 (enam) dari industrinya dan dilihat dari shareholders equity-nya berada pada urutan ke 4 (empat), sedangkan komposisi total liabilitas berada pada urutan ke 7 (tujuh) dari sektor industri *chemical and allied products*

Struktur pemegang saham perusahaan ini adalah sebagai berikut:

PT Budi Sulfat Jaya	23,15%
PT Sungai Budi Perkasa	22,45%
PT Budi Alam Kencana	14,47%
Singapore Investment Corporation,	
Singapura	11,10%
PT Sungai Budi	2,08%
Santoso Winata	0,56%
Widarto	0,56%
Publik	25,63%

**h. PT. Semen Cibinong Tbk**

Pada awalnya perusahaan ini merupakan perusahaan joint-venture Kaiser Cement & Gypsum Corp. dan PT Semen Gresik. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1971, mempunyai satu pabrik di Nargong , Jawa Barat yang mempunyai kapasitas produksi sebanyak 3 juta ton per tahun. Produk dari perusahaan

Merupakan perusahaan semen milik negara yang terbesar. Berlokasi di Gresik, Jawa timur dan telah mengalami perbaikan sebanyak tiga kali. Semen Gresik mempunyai pabrik semen baru di Tuban, Jawa Timur dengan kapasitas

### i. PT Semen Gresik Tbk

PT Tirtamas Majutama	41,45%	Asing	48,60%	Domestik	9,95%
----------------------	--------	-------	--------	----------	-------

Adapun pemegang saham perusahaan ini adalah sebagai berikut:

industri *cement*.

Semen Cibinong dilihat dari total asset berada pada urutan ke 2 (dua) dari industrinya dan dilihat dari *shareholders equity* berada pada urutan ke 3 (tiga) sebelum semen Gresik dan indocement tunggal perkasa. Sedangkan dilihat dari komposisi total *liabilities* semen cibinong berada pada urutan pertama dari produksi sebanyak 7,1 juta ton per tahun.

dipasarkan dengan merek Kujang. Pada tahun 1998 Kaiser Cement & Gypsum Corporation dan International Finance Cooperation menjual 49% sahamnya kepada PT Tirtamas Majutama, yang bergerak pada perdagangan dan industri. Perusahaan ini menguasai 100% saham PT. Semen Nusantara, sebuah perusahaan semen yang berlokasi di Cilacap, Jawa tengah, dengan kapasitas produksi sebanyak 1,5 juta ton per tahun, yang sudah tercatat dalam Bursa Hong Kong dan Bursa Efek Luxemburg. Hingga saat ini, perusahaan mempunyai kapasitas

Perusahaan yang termasuk dalam pengelolaan industri perdagangan, jasa dan investasi meliputi industri yang bergerak di bidang *Retail, Wholesale, Retail Trade, Restaurant Hotel & Tourism, Health Care, Computer and Services* serta *Investment Company*. Sedangkan yang termasuk dalam kategori LQ 45 ada 6 (enam) perusahaan yang terbagi pada industri *Wholesale* yang terdiri dari 17 (tujuh belas) perusahaan, *Retail Trade* yang terdiri dari 9 perusahaan dan *Computer and*

#### 4.1.6. Industri Perdagangan, Jasa dan Investasi

Pemerintah	51,01%
Cemex	25,53%
Publik	23,46%

Struktur pemegang saham PT Semen Gresik adalah sebagai berikut:

berada pada urutan pertama dari sektor industri *cement*.  
 urutan ke 3 (tiga) dari industrinya , sedangkan dilihat dari *shareholders equity*  
 Semen Gresik dilihat dari total asset dan total *liabilities*nya berada pada  
 4,1 juta ton per tahun.

ekspansi yang dilakukan di Tuban, kapasitas produksi PT Semen Gresik mencapai  
 United Tractor Semen Gresik , yang menjadi pemasok bahan baku semen. Dengan  
 PT Industri Kemasan Semen Gresik, yang memproduksi karung semen, dan PT  
 yang bertujuan untuk mendukung pabrik semen Tuban, industri tersebut adalah  
 produksi 2,3 juta ton per tahun. Pada tahun 1992 perusahaan membangun industri

Services yang terdiri dari 3 (tiga) perusahaan serta industri *Investment Company* yang terdiri dari 2 (dua) perusahaan.

Tabel 8  
Data Sales & DER Industri Perdagangan, Jasa & Investasi

Nama	1995	1996	1997	1998	1999	1995	1996	1997	1998	1999
	Sales	Sales	Sales	Sales	Sales	DER	DER	DER	DER	DER
L.T.S	209	248	315	600	637	2,51	2,83	1,08	0,93	0,71
MLPL	40	145	2,273	2,373	240	0,5	0,74	3,62	6,36	0,76
MPPA	1,431	1,889	626	691	3,044	2,02	1,37	1,42	1,21	0,78
RALS	631	866	1,131	1,298	1,654	2,57	0,73	0,84	0,76	0,91
UNTR	1,609	1,98	2,509	3,683	3,828	2,82	2,99	7,15	NA	6,78
BMTR	702	848	1,291	1,443	1,4	0,9	1,26	2,52	4,52	4,77

Sumber : Data Sekunder, diolah.

a. PT Multipolar Corporation Tbk

Pada awalnya perusahaan ini bergerak dibidang perakitan dan distribusi televisi berwarna merek Zenith (Amerika) dan Master (Taiwan). Perusahaan ini merencanakan untuk mengembangkan teknologi informasi dan bisnis internet.

Pada tahun 1982, perusahaan ini berubah haluan dari distributor tunggal perakitan komputer merek Monroe, beralih ke sektor perbankan. Dan sejak tahun 1984 perusahaan ini bergerak dalam teknologi sistem informasi. Selain itu, juga menjadi distributor tunggal game TV Atari, dan merencanakan melakukan ekspansi hingga ke sistem komputerisasi perbankan domestik.



PT. Multipolar ini termasuk dalam industri *Computer and Services*, dimana dilihat dari komposisi total asset dan total *liabilities* berada pada urutan ke 2 (dua), sedangkan dilihat dari komposisi *shareholders equity* berada pada urutan pertama dari sektor industrinya.

Struktur pemegang sahamnya adalah sebagai berikut:

Goldman Sach Int'l	14,71%
PT Lippo Asia	12,50%
PT Asuransi AIG Lippo Life	10,08%
Publik	62,71%

**b. PT United Tractor Tbk**

Perusahaan ini merupakan distributor alat-alat berat yang diproduksi oleh anak perusahaannya. United Tractor didirikan pada tahun 1972 dengan nama PT Inter Astra Motor Works, yang mempunyai kontrak kerjasama dengan Komatsu Forklift Co. Ltd dari Jepang, John Deere International Ltd dari Amerika Serikat dan Bomag Koehring Gmbh dari Jerman Barat.

Perusahaan ini mempunyai 8 anak perusahaan, yang terdiri dari perusahaan pembuat dan perakitan alat-alat berat: PT United Tractors Pandu Engineering (100%), PT Pandu Dayatama Patria (80%) dan PT Komatsu (35%). Sementara perusahaan lainnya adalah PT Pamapersada Nusantara, adalah kontraktor pertambangan, PT Berau Coal (60%), merupakan perusahaan pertambangan batu bara dan pemasaran. Perusahaan lainnya adalah PT Dendrit (20%), PT Hokumiku United Foreign Industry (30%) dan United Tractors Semen

Produk yang dijual kebanyakan adalah fashion, yang mencapai 62-64% dari total penjualan. Pada tahun 1991 perusahaan ini melakukan merger dengan PT Matahari Setia Dharma dan PT Matahari Agung Persada. Pada tahun 1994 PT Matahari Putra Prima melakukan kerjasama dengan perusahaan asing dari Australia untuk bisnis pusat hiburan. Pada bulan April 1986 perusahaan ini membuka Matahari Department Store di Batam dan pada tahun 1996 juga membuka outlet di Ujung Pandang, Sulawesi Selatan yang merupakan perusahaan

Perusahaan ini bergerak dalam bidang pasar swalayan dengan segmen pasar konsumen kelas menengah dan masyarakat kelas bawah. Perusahaan ini mempunyai planing untuk membuka bisnis retail e-commerce dengan nilai investasi US\$ 5 juta.

### c. PT Matahari Putra Prima Tbk

PT Astra International	49,95%
Somers Nominees	7,11%
BBH Boston	5,06%
Norbax Inc. HSBC	2,53%
Publik	35,35%

Struktur pemegang saham PT United Tractors adalah sebagai berikut:

UNTTR dilihat dari komposisi total asset dan total *liabilities* berada pada urutan ke 4 (empat) dari sektor industrinya, sedangkan dilihat dari komposisi *shareholders equity* berada pada urutan ke 3 (tiga) dari sektor industri *Wholesale*.

Gresik (45%), PT United Tractors mempunyai 19 kantor cabang dan pelayanan selama 24 jam dan mempunyai perwakilan di seluruh Indonesia dan di Singapura.

ke 74 di seluruh Indonesia. Selain itu perusahaan juga membuka pertokoan khusus untuk anak-anak.

Hingga saat ini, PT Matahari Putra Prima mempunyai pelanggan sekitar 10 juta orang. Pada bulan April 1998, perusahaan menutup outlet di Medan, Sumatera Utara, dan sekitar 10 outletnya di Jakarta juga akan ditutup serta di beberapa kota di Jawa.

PT Matahari Putra Prima dilihat dari komposisi total asset, *shareholders equity* dan total *liabilities*nya berada pada urutan pertama dari sektor industri *Whole Sale and Retail Trade*.

Pemegang saham PT Matahari Putra Prima adalah sebagai berikut:

PT Multipolar Corporation	42,79%	Publik	57,21%
---------------------------	--------	--------	--------

d. PT Ramayana Lestari Sentosa Tbk

Perusahaan ini bergerak dalam bidang retail, dan menyediakan produk pakaian, tas, sepatu dan barang-barang kebutuhan rumah tangga.

PT Ramayana Lestari Sentosa didirikan pada tahun 1983, dengan sasaran konsumen adalah masyarakat kelas menengah dan masyarakat kelas bawah. Hingga tahun 1997 perusahaan ini memiliki 52 outlet. Untuk menanamkan image pada masyarakat, maka seluruh perusahaan akan beroperasi dengan nama Ramayana. Pada bulan Juli tahun 1997 perusahaan membuka outlet ke dua di Bali, dan di seluruh Indonesia terdapat 52 outlet.

PT Ramayana ini dilihat dari sektor industrinya, komposisi total asset dan *shareholders equity* berada pada urutan ke 2 (dua), sedangkan dilihat dari

komposisi total liabilities perusahaan berada pada urutan ke 3 (tiga) dari sektor industri Retail Trade.

Struktur pemegang saham perusahaan ini adalah sebagai berikut:

PT Ramayana Makmur sentosa	60,60%
Paulus Tumewu	8,60%
Koperasi	0,50%
Publik	30,30%

e. PT Bimantara Citra Tbk

PT Bimantara Citra didirikan pada tahun 1982 merupakan holding company dan mempunyai 72 buah anak perusahaan. Diantara 72 anak perusahaan, yang mempunyai kontribusi paling besar adalah RCTI.

Kegiatan perusahaan Bimantara Citra dapat dikelompokkan kedalam tujuh divisi, yaitu: RCTI untuk divisi media dan penyiaran, PT Bimagraha Telekomindo dan PT Elektrindo Nusantara yang menempati divisi telekomunikasi. Untuk divisi transportasi dan otomotif adalah PT Bimantara Cakra Nusa, PT Indonesia Air Transport, PT Jasa Angkasa, PT Cardig Air dan PT Samudra Petindo Asia. Divisi lainnya adalah industri kimia, divisi perhotelan, dan divisi finansial.

PT. Bimantara ini termasuk dalam industri Investment Company, dimana dilihat dari komposisi total asset, shareholders equity dan total liabilities berada pada urutan ke 2 (dua) dari sektor industri.

perusahaan.  
Perusahaan ini didirikan di Jakarta pada tahun 1951 dengan nama NV Lim Teck Lee Coy Ltd. Mulai tahun 1965 hingga sekarang menggunakan nama PT Lautan Luas. Perusahaan ini mendistribusikan 1000 macam produk kimia baik yang diproduksi oleh anak perusahaannya, maupun oleh perusahaan multinasional lainnya. Kebanyakan anak perusahaan PT Lautan Luas memproduksi bahan-bahan kimia. Bahan baku yang digunakan untuk memproduksi produk-produk kimia tersebut sebagian besar masih diimpor dari Amerika, India, Jepang, China, Australia, dan negara-negara Eropa lainnya.

Perusahaan ini merupakan distributor yang mempunyai kekhususan dalam produk-produk kimia dasar, dan merupakan holding company dari delapan perusahaan.

I. PT Lautan Luas Tbk

PT Asriland	38,17%
PT Internusa Rizki Abadi	13,88%
PT Rizki Bukit Abadi	7,13%
PT Matra Teguh Abadi	6,94%
PT Persada Giri Abadi	2,35%
Publik	31,53%

berikut:

Sedangkan struktur pemegang saham perusahaan ini adalah sebagai

Kedelapan anak perusahaan PT Lautan Luas adalah: PT Advance Stabillindo Industry, PT Dunia Kimia Jaya, PT Dunia Kimia Utama, PT Indonesia Acid Industry Ltd, PT Lautan Jasaindo, PT Lautan Luas Pewarna, PT Liku Telaga, dan PT Pacinesea Chemical Industry.

Perusahaan ini mempunyai sekitar 2000 pelanggan dengan nilai pasokan sebesar 238,2 milyar pada tahun 1996. Untuk mendukung kegiatan bisnis, perusahaan juga membuka kantor cabang di Medan, Lampung, Semarang, dan Surabaya, dan juga mempunyai kantor perwakilan di Palembang, Bandar Lampung, Cirebon, Solo, Samarinda, Balikpapan dan Makasar.

PT. Lautan Luas dilihat komposisi total asset dan total *liabilities* berada pada urutan ke 8 (delapan) dari sektor industri *Trade, Service & Investment*, sedangkan dilihat dari komposisi *shareholders equitynya* berada pada urutan ke 3 (tiga) dari sektor industrinya.

Adapun struktur pemegang saham PT Lautan Luas adalah sebagai berikut:

PT Caturkarsa Megatunggal	63,03%
Juan Fudiana	1,89%
Adyansyah Masrin	1,09%
Indrawan Masrin	0,57%
Jimmy Masrin	0,16%
Publik	33,33%

Kapasitas produksinya mencapai 1560 unit per tahun, sedangkan kapasitas produksi komponennya mencapai 15.000 ton per tahun. Untuk mendukung operasi perusahaan, pada bulan April tahun 1995 perusahaan mendirikan anak cabang, yaitu PT Kotsushiro Indonesia, yang memproduksi piringan baja, dan Corporation dari Jepang.

United Tractor dan Komatsu Limited, Sumitomo Corporation, dan Marubeni didirikan pada tahun 1982 yang merupakan perusahaan joint-venture antara PT bulldozer, excavator hidrolik, motor grader, dan wheel loader. Perusahaan ini Perusahaan ini bergerak dalam memproduksi alat-alat berat, termasuk

#### a. PT Komatsu Indonesia Tbk

Sumber : Data Sekunder, diolah.

Nama	1995	1996	1997	1998	1999	1995	1996	1997	1998	1999	ASII	KOMI	GJTL
	Sales	Sales	Sales	Sales	Sales	DER	DER	DER	DER	DER	12,62	380	747
											15,87	585	987
											11,29	460	1,703
											15,01	550	3,643
											3,4	0,53	1,5
											4,57	0,39	1,57
											7,96	0,63	6,04
											23,3	0,37	10,3
											5,62	0,2	10,9
	1995	1996	1997	1998	1999	DER	DER	DER	DER	DER			

Data Sales & DER Aneka Industri

Tabel 9

International dan Gajah Tunggal. *Automotive and Components* terdiri dari PT komatsu Indonesia, Astra masuk dalam kategori LQ 45 yakni *Machinery and Heavy Equipment* dan Perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam *Miscellaneous Industry* yang

#### 4.1.7. Aneka Industri

barang setengah jadi untuk kegiatan produksi. Bahan bakunya, 57% masih diimpor dari Jepang. Semen antara pemasaran produknya 91% untuk pasar domestik, dan sisanya diekspor ke negara-negara Asia Tenggara.

PT. Komatsu Indonesia dilihat dari komposisi total asset dan total liabilities berada pada urutan ke 2 (dua) setelah Texmaco Perkasa, sedangkan dilihat dari komposisi shareholders equity berada pada urutan pertama dari industrinya.

Struktur pemegang saham PT Komatsu Indonesia adalah sebagai berikut:

Komatsu Limited, Jepang	55,13%
PT United Tractors	18,28%
Sumitomo Corporation, Jepang	4,25%
Marubeni Corporation, Jepang	2,83%
Publik	19,51%

b. PT Astra International Tbk

Didirikan pada tahun 1957, bergerak dibidang otomotif, alat-alat berat, industri berbasis kayu, agribisnis, elektronik, industri dasar, dan layanan finansial. PT Astra International merupakan produsen dan perakir otomotif terbesar, bersama Toyota di Indonesia.

Pada bulan November tahun 1992, William Suryadjaya, sebagai pemegang saham utama, menjual 100 juta saham ke beberapa perusahaan, seperti PT Danareksa Fund Management, Oykel Limited, PT Delta Musika, Prajogo



Pangestu, dan Henry Pribadi. Pada bulan Juni 1993 Oykel Ltd menjual holding companynya ke Toyota Motor Jepang.

Pada tahun 1996 perusahaan ini membangun geothermal di Palembang dengan investasi sebesar RP 350 milyar. PT Astra International sudah menerima sertifikat ISO 9001 dari AFAQ Prancis dan dari EQ Net dari Eropa untuk Pusat Pengembangan Manajemen Astra, terutama untuk bidang pelatihannya.

Dilihat dari komposisi total asset, total *liabilities* dan *shareholders equity* PT Astra International berada pada urutan pertama dari sektor industri *Automotive and Component*.

Struktur pemegang saham PT Astra International adalah sebagai berikut:

PT Holdika Perkasa	19,70%
Nusamba	9,40%
Gentala Sanggrahan	8,70%
Norbax, Inc.	8,14%
Toyota Motor Corporation	7,77%
Delta Mustika	4,70%
Indo Artisa Boga	3,13%
International Finance Corporation	2,30%
Publik	36,16%

c. Gajah Tunggai Tbk

Perusahaan ini didirikan pada tahun 1951, dan pada awalnya perusahaan ini hanya memproduksi ban untuk sepeda dan becak. Dalam perkembangannya,

perusahaan melakukan ekspansi dengan memproduksi ban mobil, bus, truk dan ban kendaraan berat.

Pada tahun 1961 perusahaan berganti nama menjadi PT Gadjah Tunggal, dan merelokasi perusahaannya dari kawasan Bاندengan, Jakarta Utara ke Tangerang, Jawa Barat. Pada akhir tahun 1996, PT Gadjah Tunggal mempunyai kapasitas produksi 13,3 juta ban mobil dan 9,2 juta ban sepeda motor.

Bulan Mei tahun 1995 PT Gadjah Tunggal meluncurkan produk ban radial Saverio, khusus untuk Jeep. Produk perusahaan dipasarkan dengan merek Gadjah Tunggal dan GT Radial untuk ban kendaraan roda empat, dan merek IRC untuk sepeda motor.

PT. Gadjah Tunggal dilihat dari komposisi total asset, *shareholders equity* dan total *liabilities* berada pada urutan pertama dari sektor industri *Automotive and Allied Product*.

Struktur pemegang saham PT Gadjah Tunggal adalah sebagai berikut:

Gajah Tunggal Mulia	57,18%
PT Gajah Tunggal Sakti	10,08%
PT Surya Grahareksa	0,01%
Koperasi	0,24%
Publik	32,49%

#### 4.1.8. Sektor Finansial

Sektor industri yang termasuk dalam sektor finansial meliputi Bank, Financial Institution, Securities Company, Insurance dan Investment Fund/Mutual Fund dimana perusahaan yang termasuk dalam kategori LQ 45 yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang termasuk dalam industri *securities company*.

Tabel 10  
Data Sales & DER Industri Keuangan

Nama	1995	1996	1997	1998	1999	1995	1996	1997	1998	1999
	Sales	Sales	Sales	Sales	Sales	DER	DER	DER	DER	DER
LPPS	24	1,256	1,116	107	97	0,12	72,8	3,06	NA	2,38
MKDO	23	93	94	30	104	0,25	0,38	0,67	0,38	0,54

Sumber : Data Sekunder, diolah.

#### a. PT Lippo Securities Tbk

PT Lippo Securities merupakan salah satu anggota kelompok usaha Lippo bergerak sebagai stock broker-dealer, underwriter, manajer investasi, dan penasehat investasi. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1989 dengan nama PT Lippo Securities. Sampai bulan Oktober tahun 1993 perusahaan ini telah mempunyai 308 klien, baik asing maupun domestik, yang terdiri dari 213 klien individu dan 95 klien merupakan lembaga.

Tahun 1996 perusahaan ini mengeluarkan saham sebanyak 195,75 juta lembar dengan nilai Rp1000 per saham. Hasil penjualan ini akan dialokasikan

untuk ekspansi usaha. Saham tersebut terdaftar pada Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya. Pada bulan Juni 1997 keuntungan bersih yang didapat perusahaan meningkat tiga kali lipat.

PT. Lippo Securities dilihat dari komposisi total asset dan shareholders equity berada pada urutan ke 2 (dua) dari sektor industri, sedangkan dilihat dari komposisi total liabilitasnya berada pada urutan pertama dari 4 (empat) industri perusahaan efek, sedangkan dilihat dari shareholders equity berada di urutan ke 2 (dua) dari industri.

Adapun struktur pemegang saham PT Lippo Securities adalah sebagai berikut:

PT Lippo Pacific	8,28%
Charleston Investment Limited	7,71%
Publik	84,01%

b. PT Makindo Tbk

PT Makindo bergerak dalam bisnis share brokerage, manajer investasi, dan layanan underwriter. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1973 dengan nama PT Young & Sons dan sejak tahun 1997, namanya berubah menjadi PT Makindo. PT Makindo berhasil mencatatkan saham PT Barito Pacific Timber, PT Bimantara Citra, PT Keramika Indonesia, dan PT Texmaco Perkasa.

Perusahaan ini mulai mencatatkan sahamnya pada Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya pada tanggal 9 Januari 1998. Pada tanggal 24 Februari 1997 perusahaan ini meluncurkan produk Garuda Satu Mutual Fund.

PT. Makindo dilihat dari komposisi total asset dan shareholders equity berada pada urutan pertama dari 5 (lima) perusahaan yang ada dalam sektor industri, sedangkan dilihat dari komposisi total liabilitatesnya berada pada urutan ke 2 (dua) dari industri perusahaan efek.

Struktur pemegang saham pada PT Makindo Tbk adalah sebagai berikut:

PT Garuda Pancaarta	57,01%
Publik	42,99%

#### 4.1.9. Industri Properti

Industri yang termasuk dalam industri properti meliputi industri Property and Real Estate dan Building Constuction. Sedangkan perusahaan yang termasuk dalam kategori LQ 45 adalah PT. Jakarta International Hotel & Development yang termasuk dalam sampel penelitian.

Tabel 11  
Data Sales & DER Industri Keuangan

Nama	1995	1996	1997	1998	1999	1995	1996	1997	1998	1999
JHID	95	101	121	265	84	0,39	0,45	1,42	3,07	2,9
	Sales	Sales	Sales	Sales	Sales	DER	DER	DER	DER	DER

Sumber : Data Sekunder, diolah.

**PT Jakarta International Hotel & Development Tbk**

PT JIHD pada awalnya bernama PT Jakarta International Hotel, dan mempunyai Hotel Borobudur Intercontinental (HBI), yang merupakan hotel bintang lima.

PT JIHD didirikan pada tahun 1969, dan pada waktu itu mengambil alih Hotel Borobudur yang dikonstruksi oleh PT Perhotelan Banteng. Selanjutnya Hotel Borobudur beroperasi di bawah penangangan manajemen The International Hotel Corporation, dari Amerika Serikat. Setelah direnovasi, hotel tersebut sekarang mempunyai 1157 kamar.

Pada bulan Agustus tahun 1991 PT JIHD mengambil alih PT Danayasa Arhatama (DA), yaitu perusahaan real estate yang mempunyai lahan seluas 40 ha di Jalan Jenderal Sudirman Jakarta. PT DA bekerjasama dengan Conrad International Hotel Corporation, membangun Conrad Jakarta Hotel.

Akan tetapi karena keterbatasan dana, pembangunan Concord International Center di kawasan bisnis Sudirman. Konstruksi yang dijalankan pada tahun 1996 tersebut mempunyai aset sebesar US\$ 205 juta. Pada bulan Januari 1999 PT JIHD menjual Discovery Hotel and Resort untuk mengurus hotel bintang limanya, menggantikan Inter-Continental Hotel and Resort. Kemudian pada bulan Februari 1999, perusahaan tersebut mengumumkan akan menjual PT Graha Jakarta Sentosa sebagai implementasi kebijakan para pemegang sahamnya.

PT JIHD dilihat dari komposisi total asset berada pada urutan ke 3 (tiga) dari 33 perusahaan yang termasuk dalam industri Real Estate and Property dan

dilihat dari komposisi total liabilities berada pada urutan ke 5 (lima) sedangkan dilihat dari komposisi shareholders equity berada pada urutan ke 2 (dua) dari industrinya.

Struktur pemegang saham PT JIHD adalah sebagai berikut:

Tomy Winata	15,15%
Sugianto Kusuma	13,37%
Anawin Holdings B.V	12,67%
Publik	58,81%

## BAB V

### HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

#### 5.1. Pengujian Model Penelitian

##### 5.1.1. Uji Normalitas

Uji normalitas data dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat digunakan. Uji normalitas data dalam penelitian ini terdiri dari uji *Kolmogorov Smirnov* satu arah untuk menguji normalitas data secara statistik serta uji multikolinearitas menggunakan Variance Inflation Factors (VIF) dan diperkuat oleh korelasi, terakhir adalah uji heteroskedastisitas menggunakan uji Glejser. Uji Otokorelasi tidak dilakukan karena data yang dipergunakan adalah data cross section.

Uji Kolmogorov Smirnov satu arah dilakukan guna mengetahui apakah suatu data terdistribusi secara normal atau tidak secara statistik. Uji Kolmogorov Smirnov satu arah dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5%. Pada tabel berikut ini akan disajikan hasil uji Kolmogorov Smirnov satu arah.

Tabel 12  
Hasil Uji Kolmogorov Smirnov Satu Arah

Nama Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Signifikansi
ROI	0,915	0,401
ROA	0,552	0,921
DER	0,914	0,914
DYNAMISM	0,819	0,514
DINBYDER	0,621	0,810
LOGASSET	0,402	0,997

Sumber : Data Sekunder, diolah.



Dari Tabel 12 di atas disimpulkan bahwa semua data yang ada terdistribusi secara normal. Hal ini dapat dilihat pada nilai kosmogorov Smirnov Z yang tidak signifikan.

### 5.1.2. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas ini bertujuan untuk mengetahui apakah tiap-tiap variabel bebas saling berhubungan secara linear. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan korelasi antar variabel-variabel bebas yang akan digunakan dalam persamaan regresi. Apabila sebagian atau seluruh variabel bebas berkorelasi kuat berarti terjadi multikolinearitas. Metode lain yang dapat dilakukan untuk menguji adanya multikolinearitas ini dapat dilihat pada *tolerance value* atau *Variance Inflation Factors (VIF)*. Batas *tolerance value* adalah 0,10 dan *Variance Inflation Factors (VIF)* adalah 10 (Hair, et al.,1985 : 48). Jika nilai *tolerance value* kurang dari 0,10 atau nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* lebih besar dari 10 maka terjadi multikolinearitas. Untuk mendeteksi multikolinearitas ini dapat pula dilihat dari condition index. Nilai teoritis *condition index* adalah sebesar 20, jika lebih besar dari nilai tersebut maka diindikasikan terdapat multikolinearitas.

Tabel 13  
Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Tolerance	VIF
DER	0,211	4,740
DYNAMISM	0,384	2,607
DUMMY1	0,708	1,413
DUMMY2	0,784	1,275
DINBYDER	0,166	6,011
LOGASSET	0,881	1,135
Condition Index : 16,528		

Sumber : Data Sekunder, diolah.

Dari Tabel 13 di atas dilihat bahwa nilai tolerance value semua variabel nilainya lebih dari 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* kurang dari 10 serta koefisien *condition index* nilai nya lebih kecil dari 20. Dari tabel diatas dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas dalam persamaan regresi berganda.

Untuk memperkuat kesimpulan tersebut, dilakukan analisis korelasi untuk menggambarkan hubungan antar variabel bebas.

Keeratan hubungan dalam koefisien korelasi ini oleh Dean J. Champion (1992) diartikan sebagai berikut :

0,00 - 0,20 = Tidak ada korelasi

0,21 - 0,40 = Korelasi lemah

0,41 - 0,60 = Korelasi sedang

0,61 - 0,80 = Korelasi kuat

0,81 - 1,00 = Korelasi sangat kuat

Pada tabel berikut ini akan ditampilkan korelasi antar masing-masing variabel bebas :

**Tabel 14**  
**Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel Bebas**

Variabel	ROA	ROI	DUM1	DUM2	DIN	DER	-LOGASSET
ROA	1,000						
ROI	0,683	1,000					
DUM1	-0,301	-0,296	1,000				
DUM2	0,293	0,149	-0,339	1,000			
DIN	-0,214	-0,069	-0,150	0,019	1,000		
DER	-0,625	-0,873	0,258	-0,224	-0,088	1,000	
-LOGASSET	0,258	0,383	-0,144	0,456	0,005	-0,362	1,000

Sumber : Data Sekunder, diolah.

Tingkatan dari kedinamisan lingkungan untuk ragam industri yang menjadi sampel penelitian digunakan untuk menganalisis besarnya pengaruh lingkungan luar perusahaan (kedinamisan) terhadap pengambilan keputusan manager dalam

## 5.2.1. Indeks Kedinamisan

## 5.2. Analisis Data

Dari uji Glejser yang dilakukan diketahui bahwa residual tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat dan nilai koefisien korelasinya sebesar 0,378 untuk variabel dependen ROI dan 0,290 untuk variabel dependen ROA. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada heteroskedastisitas dalam persamaan regresi.

Uji Glejser dilakukan dengan meregresi residual persamaan regresi dengan nilai variabel terikatnya. Apabila hasilnya signifikan maka dapat dikatakan terjadi heteroskedastisitas (Gunawan Sumodiningrat, 1996). Alternatif yang lain adalah melihat koefisien korelasi antara residual dan variabel terikat. Menurut Young seperti yang dikutip Djawarto (1985), heteroskedastisitas akan menjadi permasalahan bila korelasinya melebihi 0,7.

Dalam penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Glejser, hal ini dilakukan karena data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data cross section.

## 5.1.3. Uji Heteroskedastisitas

Dari Tabel 14 di atas, tampak bahwa korelasi antara variabel-variabel bebas menunjukkan tidak adanya korelasi yang mempunyai nilai yang besar atau memiliki korelasi yang kuat.

menentukan pilihan struktur modal. Perhitungan tingkatan kedinamisan dilakukan dengan menggunakan indeks kedinamisan lingkungan yang didapatkan dari *standar error* koefisien regresi dari nilai penjualan (*sales*) dibagi dengan rata-rata penjualan (*sales*) untuk ragam industrinya. Alasan digunakan data nilai penjualan untuk mengukur dinamisme lingkungan adalah karena berdasarkan penelitian terdahulu (Keats & Hitt, 1988) yang meneliti *convergenitas* antara pengukuran kedinamisan yang diturunkan dari *sales* dan *operating income* dan menganalisis laporan keuangan dimana dalam penelitian tersebut memberikan bukti bahwa dasar dari penggunaan variasi pendapatan pada industri sebagai indikator kunci dalam menilai kedinamisan lingkungan dan pendekatan ini telah digunakan pada sejumlah peneliti terdahulu (Boyd, 1995 ; Dess & Beard, 1984; Keats & Hitts, 1988; Rasheed & Prescott, 1992; Wholey & Brittain, 1989) dan dipandang sebagai alat analisis yang sesuai untuk fenomena penelitian yang berkaitan dengan lingkungan. Penentuan tingkatan/rangking kedinamisan didapatkan dengan menggunakan *Cluster* dalam 6 (enam ) tingkatan yang diurutkan dari *lower dynamism (stable)* ke *higher dynamism* seperti yang diperoleh dalam tabel berikut ini :

Tabel 15  
Hasil Rangking Kedinamisan

1	< 0,00453	0,27418203 s.d 0,00453	0,27418203 s.d 0,48570868	0,81257541 s.d 0,48570868	0,81257541 s.d 1,185168	> 1,185168
2						
3						
4						
5						
6						

Sumber : Data Sekunder ,diolah.

Dari Tabel 15 di atas, nilai rangking diurutkan berdasarkan dari *lower dynamism (stable)* sampai dengan yang paling tinggi kedinamisannya (*higher dynamism*). Nampak terdapat 6 tingkatan yang akan dikelompokkan dalam

menjadi 3 (tiga) kategori kedinamisan , yaitu *lower dynamism*, *medium dynamism* dan *higher dynamisme*.  
Perusahaan-perusahaan yang telah terklasifikasi berdasarkan tingkatan kedinamisannya dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel 16  
Kategori Kedinamisan Perusahaan

Kategori 1	ISAT TLKM HMSP GGRM SMCB TKIM	Kategori 2	AALI LSIP DNKS BUDI LTLS MLPL KOMI	Kategori 4	MEDC TJNS FASW LPPS MKDO JIHD	Kategori 5	ANTM BRPT CPIN INDR SMGR GJTL	Kategori 6	KLBF TSPC MPPA RAIS BMTR
------------	--	------------	--	------------	--	------------	--	------------	--------------------------------------

Sumber : data sekunder, diolah.

Dari Tabel 16 di atas dapat dilihat bahwa industri yang berada pada level *higher dynamism* (kategori 5 dan 6) merupakan industri yang bergerak pada sektor ritail (*consumer goods*) dan sektor industri dasar seperti Kalbe Farma, Tempo Scan, Matahari dan Ramayana. Hal ini dapat dipahami bahwa pada sektor industri tersebut lingkungan eksternal sangat dipengaruhi oleh ketidakpastian pasar (*uncertainly market*) sehingga strategi perusahaannya harus senantiasa disesuaikan dengan perubahan lingkungannya dan dituntut untuk dapat berinteraksi secara efektif dengan lingkungannya..

Sedangkan pada industri yang berada pada lingkungan yang relatif stabil (*lower dynamism*) seperti terlihat pada industri yang berada pada kategori 1 dan 2 diatas, dapat kita lihat bahwa industri yang termasuk dalam kategori lower dynamism sebagian besar merupakan industri yang telah *establish* yakni terdiri dari industri-industri besar yang telah lama berdiri dan stabil seperti Indosat,

Telkom, HM Sampurna, Gudang Garam dan Semen Cibinong. Akan tetapi beberapa diantaranya merupakan industri yang mendapatkan hak istimewa (monopoli dan subsidi) dari kebijakan pemerintah dalam menjalankan operasional usahanya. Sehingga untuk industri semacam itu lingkungan luar tidak terlalu mempengaruhi dan menjadi pertimbangan manajerial dalam pengambilan keputusan strategisnya.

### 5.2.2. Hasil Analisis Regresi

Dari hasil uji normalitas data dapat disimpulkan bahwa data yang ada terdistribusi secara normal, tidak terdapat multikolinearitas dan bebas heteroskedastisitas sehingga memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis berganda dengan baik.

Adapun hasil analisis regresi berganda yang dilakukan adalah sebagai berikut :

Tabel 17  
Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel Independen	Koef Regresi ROA	Beta ROA	Nilai t ROA	Koef Regresi ROI	Beta ROI	Nilai t ROI
Konstanta	35,302	-0,731	2,486**	-0,259	-0,011	-0,011
DER	-1,649	-0,464	-2,690**	-3,041	-0,476	-3,009*
DYNAMISM	-6,773	-0,194	-2,300**	5,044	0,122	1,040
DUMI	-3,287	0,113	-1,307	-1,245	-0,026	-0,300
DUM2	2,227	0,221	0,803	-1,559	-0,028	-0,341
DINBYDER	0,705	-0,216	0,721	-4,751	-0,526	-2,949*
LOGASSET	-3,562		-1,624	2,368	0,051	0,655

\*signifikan pada tingkat kepercayaan 1%  
 \*\*signifikan pada tingkat kepercayaan 5%  
 Nilai F untuk ROA sebesar 6,030 signifikan pada tingkat kepercayaan 1%  
 R Square sebesar 0,564  
 Nilai F untuk ROI sebesar 26,885 signifikan pada tingkat kepercayaan 1%  
 R Square sebesar 0,852  
 Sumber : Data Sekunder, diolah.

Dari Tabel 17 di atas dapat diketahui bahwa tidak semua variabel bebas yang diteliti berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat.

Variabel DER (*leverage*) berpengaruh secara signifikan baik terhadap ROI maupun ROA dengan arah hubungan negatif. Hal itu dapat dilihat dari nilai  $t$  hitung DER sebesar -2,690 terhadap ROA dan nilai  $t$  hitung DER sebesar -3,009 terhadap ROI yang keduanya lebih besar daripada nilai  $t$  tabel dengan derajat bebas (DF) sebanyak 35 sebesar 2,457 dengan tingkat kepercayaan untuk ROA sebesar 5% dan ROI sebesar 1%. Sehingga disimpulkan untuk menerima  $H_1$  yang menyatakan (*leverage* (DER) berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur dari ROA dan ROI perusahaan dengan arah hubungan yang negatif. Hubungan antara *leverage* dengan ROI dan ROA ini berkaitan dengan pengambilan keputusan strategis manajerial terhadap kebijakan dalam pemilihan struktur modal, dimana apabila manajemen memilih untuk menggunakan porsi hutang dalam jumlah yang besar akan mengakibatkan penurunan terhadap tingkat keuntungan yang dihasilkan dari tingkat pengembangan investasinya. Menurunnya tingkat keuntungan perusahaan yang dipengaruhi oleh kebijakan dalam penggunaan hutang ini antara lain dapat disebabkan karena pemilihan hutang sebagai sumber pendanaan investasi perusahaan dalam berbagai aktiva yang digunakan untuk operasi perusahaan baik dalam pemenuhan aktiva lancar maupun aktiva tetap seperti pembelian aset-aset perusahaan tidak digunakan secara tepat sehingga menyebabkan *overinvestment* yang akhirnya mengakibatkan akan menurunkan tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan.

Hal lain yang menyebabkan menurunnya tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan yang dipengaruhi oleh faktor pemilihan hutang adalah disebabkan karena tingginya tingkat suku bunga bank pada masa krisis yang menyebabkan beban bunga yang harus ditanggung perusahaan akibat penggunaan hutang menjadi sangat tinggi, dimana hal ini dapat dipahami karena sebelum masa krisis perusahaan-perusahaan di Indonesia sebagian besar memanfaatkan jasa perbankan sebagai sumber bagi pendanaan usahanya dan pihak perbankan saat itu juga sangat agresif dalam menyalurkan kreditnya pada perusahaan. Sedangkan dalam hal ini *leverage* berhubungan negatif dengan ROI perusahaan, dimana dapat diartikan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi, menggunakan hutang yang relatif kecil karena laba ditahannya yang tinggi sudah memadai untuk membiayai sebagian besar kebutuhan dananya. Demikian pula perusahaan biasanya lebih mengutamakan dana yang diperoleh dari sumber intern karena dana-dana yang berasal dari sumber ini tidak menimbulkan kewajiban atau beban tetap, sehingga keuntungan merupakan salah satu sumber intern perusahaan, karenanya semakin besar keuntungan maka semakin sedikit dana dari hutang yang dibutuhkan dan juga dikarenakan adanya anggapan bahwa penggunaan hutang yang tinggi akan meningkatkan probabilitas kebangkrutan (Kale et al., 1991). Hal ini sesuai dengan hasil penelitian dimana *leverage* berhubungan negatif dengan ROA yang mencerminkan tingkat keuntungan perusahaan. Penemuan ini konsisten dengan Baskin (1989), Titman & Wessels (1988), Thies & Klock (1992) yang menyatakan bahwa beberapa bukti penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang tingkat pengembalian keuntungan pada



investasi cukup tinggi, cenderung akan menggunakan hutang relatif kecil. Penemuan ini tidak konsisten dengan *Balance Theory*, dimana *leverage* seharusnya berhubungan positif terhadap *return on asset* (De Angelo & Masulis, 1980). Dikatakan bahwa perusahaan yang labanya tinggi seharusnya dapat mempertahankan *leverage* yang lebih tinggi dari pemilihan terhadap struktur modal yang optimal. Dilihat dari hasil regresi pada Tabel 17 diatas, variabel DER mempunyai pengaruh yang paling besar terhadap kinerja perusahaan dibandingkan dengan variabel independen lainnya. Hal ini berarti bahwa kinerja perusahaan pada perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini, ternyata lebih banyak dipengaruhi oleh faktor internal dalam perusahaan yakni kebijakan manajemen dalam pengambilan keputusan terhadap pemilihan penggunaan hutang daripada mempertimbangkan faktor lingkungan perusahaan (kedinamisan).

Variabel Kedinamisan berpengaruh secara signifikan terhadap *return on asset* (ROA) dengan arah hubungan negatif. Hal itu dapat dilihat pada nilai *t* hitung sebesar -2,300 yang lebih besar daripada nilai *t* tabel dengan derajat bebas (DF) sebanyak 35 sebesar 1,697 dengan tingkat kepercayaan 5%. Sehingga disimpulkan untuk menerima  $H_{a2}$  yang menyatakan bahwa kedinamisan berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan variabel ROA dan menolak  $H_{o2}$  yang menyatakan kedinamisan tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan pengukuran variabel ROA. Hal ini berarti bahwa pada lingkungan yang tidak dinamis (stabil) perusahaan dapat menghasilkan keuntungan yang berasal dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan kondisi

lingkungan yang stabil mempunyai pendapatan yang relatif stabil, sehingga memungkinkan untuk dapat memprediksikan pendapatan yang akan datang dengan tepat. Kondisi tersebut memungkinkan manajemen untuk menentukan pemilihan terhadap penggunaan hutang yang lebih besar. Dari penelitian ini dapat dilihat bahwa pada perusahaan-perusahaan di Indonesia dalam menghadapi kondisi ketidakstabilan akan perubahan lingkungan (kedinamisan) tidak dapat mencapai efisiensi dalam menggunakan investasinya pada aset-aset yang dimiliki perusahaan. Hal tersebut kemungkinan disebabkan karena pada kondisi lingkungan yang dinamis kegiatan ekonomi menurun dan volume penjualan perusahaan mengalami penurunan dibandingkan dengan ongkos-ongkos yang diperlukan (Munawir, 1995) Penemuan ini tidak konsisten dengan Simerly & Ly (1999) yang menemukan bahwa variabel kedinamisan tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA maupun ROI.

Sedangkan terhadap ROI variabel kedinamisan ditemukan tidak berpengaruh secara signifikan. Hal ini dapat dilihat pada nilai  $t$  hitung sebesar 1,040 yang lebih kecil daripada  $t$  tabel dengan derajat bebas (DF) sebanyak 35 sebesar 1,697. Sehingga disimpulkan untuk menerima  $H_{02}$  yang menyatakan bahwa kedinamisan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan. Dan menolak  $H_{a2}$  yang menyatakan bahwa kedinamisan berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan. Penemuan Simerly & Li (1999) konsisten dengan hasil yang ditemukan dalam pengujian pengaruh variabel kedinamisan terhadap kinerja perusahaan yang diukur menggunakan indikator ROI tidak berpengaruh signifikan. Kondisi ini terjadi disebabkan karena variabel

tingkat suku bunga dan pajak dalam ROI lebih banyak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dibandingkan dengan faktor kedinamisan lingkungannya. Hal ini dapat dipahami karena pada periode penelitian tingkat suku bunga relatif tinggi sehingga mempunyai dampak yang besar terhadap operasional perusahaan.

Variabel *leverage* pada lingkungan yang dinamis mempunyai hubungan

negatif dengan kinerja perusahaan dan berpengaruh secara signifikan pada pengukuran dengan menggunakan variabel ROI. Hal itu dapat dilihat dari nilai *t* hitung DINBYDER sebesar 2,949 terhadap ROI yang lebih besar daripada nilai *t* tabel dengan derajat bebas (DF) sebanyak 35 sebesar 2,457 dengan tingkat kepercayaan ROI sebesar 1% dengan arah hubungan negatif. Sehingga disimpulkan untuk menerima  $H_{a3}$  yang menyatakan leverage pada lingkungan yang dinamis berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dari ROI. Hal ini konsisten dengan penemuan Simerly & Li (1999). Hal ini dapat disimpulkan bahwa perusahaan pada lingkungan yang dinamis memiliki tingkat hutang yang rendah pada struktur modalnya sehingga dapat dilihat bahwa perusahaan dalam kemampuannya menghasilkan keuntungan atas hasil penggunaan aktivasnya memilih tidak membiayai investasinya dengan menggunakan hutang, konsisten dengan hasil penelitian Chung's (1993) yang menyatakan bahwa perusahaan yang menghadapi tingkat ketidakpastian pasar yang rendah (*stable*) akan memiliki tingkatan hutang yang lebih tinggi pada struktur modalnya.

Variabel Ukuran Perusahaan yang diukur dengan menggunakan *log of asset* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan baik dengan

indikator ROI maupun ROA. Hal ini dapat dilihat pada nilai t hitung sebesar 1,624 (untuk ROA) dan 0,655 (untuk ROI) yang lebih kecil daripada t tabel dengan derajat bebas (DF) sebanyak 35 sebesar 1,697. Sehingga disimpulkan untuk menerima  $H_0$  yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang diukur dari logaritma atas jumlah karyawan tidak berpengaruh signifikan terhadap perusahaan baik untuk indikator ROI maupun ROA dan menolak  $H_4$  yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan. Penemuan ini tidak konsisten dengan penelitian Simerly & Li (1999) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, yang berarti bahwa ukuran perusahaan menjadi salah satu keunggulan kompetitif bagi perusahaan yang dinyatakan dalam ungkapan "*big is beautiful*". Pengaruh ukuran perusahaan dalam hal ini dinyatakan dalam besarnya asset perusahaan terhadap kinerja perusahaan dapat dijelaskan dengan ulasan yang diberikan oleh Porter (1996) bahwa benar tidaknya strategi yang menyatakan bahwa perusahaan dengan bagian pasar yang terbesar adalah yang paling menguntungkan, hal tersebut akan tergantung pada keadaan yakni apabila perusahaan-perusahaan besar di dalam suatu lingkungan industri bersaing di dalam kelompok strategis yang lebih terlindung oleh rintangan-rintangan mobilitas daripada perusahaan-perusahaan berskala kecil yang berada dalam posisi yang relatif lebih kuat terhadap para pelanggan dan pemasok, yang lebih tertutup dari penandingan kelompok-kelompok lain maka perusahaan-perusahaan besar tersebut akan benar-benar lebih menguntungkan daripada perusahaan-perusahaan kecil.

Analisis pengaruh variabel *leverage*, *kedinamisan*, *leverage* pada lingkungan yang dinamis serta variabel ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan menunjukkan bahwa variabel *leverage* mempunyai pengaruh yang paling besar terhadap kinerja perusahaan dengan arah hubungan yang negatif. Hal ini membawa implikasi terhadap kebijakan manajerial perusahaan bahwa kinerja perusahaan paling banyak dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan dalam pengambilan keputusan manajerial terhadap pemilihan struktur modal sebagai sumber pembiayaan perusahaan sehingga diperlukan suatu strategi yang tepat terhadap pemilihan struktur modal agar *performance* perusahaan meningkat. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan Barton & Gordon (1987,1988) yang menyatakan adanya unsur strategi dalam pemilihan struktur modal pada keputusan di tingkat fungsional yang merupakan elemen pilihan bagi manajerial. Demikian pula mendukung penelitian yang dilakukan Rumelt (1974)

keluarga dan bersifat tradisional.

Sebaliknya, apabila skala ekonomis dalam produksi, distribusi atau fungsi-fungsi lain tidak begitu besar maka perusahaan-perusahaan kecil yang mengikuti strategi spesialis dengan diferensiasi produk atau dengan menggunakan teknologi yang lebih unggul maupun dengan pelayanan yang lebih unggul dalam relung produk khusus mereka daripada perusahaan-perusahaan besar. Pada keadaan yang demikian, perusahaan-perusahaan berskala kecil mungkin saja lebih menguntungkan daripada perusahaan-perusahaan besar yang sejenis produk banyak. Dan belum tentu suatu perusahaan yang besar mencapai skala ekonomis karena disebabkan sistem pengelolaan perusahaan yang belum profesional karena masih banyaknya perusahaan besar di Indonesia yang berbasis pada bisnis

yang menemukan adanya suatu hubungan antara variabel keuangan dengan struktur modal yang tergantung pada pilihan strategi perusahaan dimana pilihan manajemen merupakan salah satu faktor penentu dalam pengambilan keputusan terhadap struktur modal.

Persamaan regresi berganda pada penelitian ini secara keseluruhan variabel-variabel bebasnya secara bersama-sama mempengaruhi variabel terikat. Hal ini dapat dilihat pada ROA nilai F sebesar 6,030 yang signifikan pada tingkat kepercayaan 1% , pada ROI nilai F sebesar 26,885 yang signifikan pada tingkat kepercayaan 1%.

Sementara itu kemampuan persamaan regresi berganda ini untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat adalah sebesar 56,4% untuk variabel terikat ROA sementara 43,6% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini . Untuk persamaan regresi berganda dengan variabel terikat ROI, besarnya variasi yang terjadi dalam variasi yang terjadi dalam variabel terikat sebesar 85,2% sementara 14,8% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi tersebut. Melihat besarnya koefisien determinasi ini, maka kedua persamaan regresi ini dapat dikatakan baik karena memiliki kemampuan untuk menjelaskan besarnya variasi dalam variabel terikat yang besarnya lebih besar daripada 50%.

INT-POSTAR - 04000

### 5.2.3. Analisis *Leverage* Terhadap Kinerja Perusahaan Pada Berbagai Tingkat Kedinamisan

Untuk melihat pengaruh *leverage* pada kinerja perusahaan yang berada pada berbagai tingkat kedinamisan lingkungan, disajikan pada tabel berikut ini :

Tabel 18  
Hasil Regresi Pada Tingkat Kedinamisan

Tingkat Kedinamisan	B	SE	ROA	t	B	SE	ROI	t
1	-8,760	1,207	-7,260*	-8,754	1,295	-6,761**	-1,607	-6,761**
2	-1,665	0,967	-1,722	-0,716	0,446	-3,484*	-1,607	-3,484*
3	-4,982	2,904	-1,716	-6,417	1,842	-16,925***	-1,050	-16,925***
4	-1,372	0,558	-2,461***	-7,185	0,425	-1,050	-2,537***	-2,537***
5	-1,054	0,866	-1,217	-0,839	0,799	-1,050	-2,537***	-2,537***
6	-2,140	2,690	-0,796	-4,747	1,871	-2,537***	-2,537***	-2,537***

\* signifikan pada tingkat kepercayaan 5%  
 \*\* signifikan pada tingkat kepercayaan 1%  
 \*\*\* signifikan pada tingkat kepercayaan 0,5%  
 \*\*\*\* signifikan pada tingkat kepercayaan 10%

Sumber : Data Sekunder, diolah.

Dari tabel 18 di atas dapat dilihat bahwa *leverage* berhubungan negatif terhadap kinerja perusahaan pada semua tingkat kedinamisannya. Indikator ROA pada tingkatan *lower dynamism* tingkat 1 (satu) dapat dilihat nilai t hitung sebesar 7,260 yang lebih besar daripada nilai t tabel dengan derajat bebas (DF) sebanyak 35 sebesar 2,423 dengan tingkat kepercayaan 1% dan pada tingkatan *medium dynamism* tingkat 4 (empat) dapat dilihat nilai t hitung sebesar 2,461 yang lebih besar daripada nilai t tabel dengan derajat bebas (DF) sebanyak 35 sebesar 1,303 dengan tingkat kepercayaan 10%. Sedangkan dengan menggunakan indikator ROI *leverage* berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan pada

Sedangkan pada hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa pada perusahaan-perusahaan di Indonesia yang menjadi sampel penelitian memperlihatkan dalam pemilihan struktur modalnya, pengambilan keputusan

berpengaruh secara signifikan terhadap indikator ROI maupun ROAnya. Perusahaannya dan hampir semua variabel *leverage* pada tingkatan kedinamisan terlihat pengaruh *leverage* berubah dari positif ke arah negatif terhadap kinerja semua tingkatan kedinamisannya. Hal ini tidak konsisten dengan penemuan berarti bahwa *leverage* berhubungan negatif terhadap kinerja perusahaan pada *dynamism* sampai *higher dynamism* ternyata mempunyai arah yang negatif, ini Penetapan struktur modal pada semua tingkatan kedinamisan dari *lower*

dengan tingkat kepercayaan 10%.

daripada nilai t tabel dengan derajat bebas (DF) sebanyak 35 sebesar 1,303 *dynamism* dimana dapat dilihat dari nilai t hitung sebesar 2,537 yang lebih besar 0,5% dan pada tingkat ke 6 (enam) yang termasuk dalam kategori *higher* dengan derajat bebas (DF) sebanyak 35 sebesar 2,704 dengan tingkat kepercayaan dilihat dari nilai t hitung sebesar 16,925 yang lebih besar daripada nilai t tabel termasuk juga kategori *medium dynamism* berpengaruh signifikan yang dapat sebesar 1,684 dengan tingkat kepercayaan 5% . Pada tingkat 4 (empat) yang yang lebih besar daripada nilai t tabel dengan derajat bebas (DF) sebanyak 35 3 (tiga) *medium dynamism* yang dapat dilihat dari nilai t hitung sebesar 3,484 (DF) sebanyak 35 sebesar 1,303 dengan tingkat kepercayaan 1% dan pada tingkat hitung sebesar 6,761 yang lebih besar daripada nilai t tabel dengan derajat bebas tingkatan kedinamisan (*lower dynamism*) pada tingkat 1 (satu) dapat dilihat nilai t



strategis manajemen tidak memperhatikan tingkat kedinamisan sebagai faktor lingkungan eksternal perusahaan. Karena penetapan pemilihan struktur modal pada berbagai tingkat kedinamisan lingkungan memiliki pengaruh yang sama terhadap kinerja perusahaan, dimana pada seluruh tingkat kedinamisan menunjukkan hubungan negatif yang berarti bahwa untuk semua tingkat kedinamisan lingkungan, dari kondisi stabil ke kondisi dinamis, *leverage* berhubungan negatif terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan. Apabila perusahaan memilih menggunakan komponen hutang yang tinggi maka akan menurunkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari penggunaan aktiva-aktiva perusahaan untuk operasionalnya. Hal ini membawa implikasi terhadap kinerja perusahaan yang menurun apabila manajemen memutuskan untuk menggunakan komponen hutang yang cukup besar dalam membiayai aktivitas perusahaan.

Kondisi tersebut dapat dipahami dengan melihat kondisi industri-industri pada perusahaan di Indonesia dimana salah satunya dikarenakan terjadinya *high cost economy* yang disebabkan banyaknya pungutan-pungutan bagi sektor industri, biaya bunga yang tinggi sehingga menyebabkan kesulitan bagi industri untuk beroperasi pada skala ekonomis. Hal lain yang menyebabkan dimana pada kondisi yang stabil perusahaan menetapkan hutang yang tinggi akan sulit tercapai profitabilitas yang tinggi pula, disebabkan karena terjadi inefisiensi dalam penggunaan dana dalam investasinya yang antara lain disebabkan adanya praktek-praktek *mark up* biaya investasi atas pembelian aset-aset perusahaan yang dibiayai dari hutang sehingga menyebabkan beban biaya yang harus ditanggung perusahaan menjadi lebih besar dari manfaat yang diperolehnya serta terjadinya

*overinvestment* pada aset-aset yang didanai oleh hutang dan ketidakefisienan

dalam penggunaan aset-asetnya.

Faktor lain yang juga penting untuk dicermati dengan terjadinya hubungan yang berbanding terbalik antara tingkat hutang dengan kemampuan labaan perusahaan adalah berkaitan dengan tingkat independensi profesional manajemen dalam menentukan pilihan strategis perusahaan. Dalam hal ini kita harus melihat sejauhmana peranan dari dewan komisaris yang dalam hal ini mewakili kepentingan pemilik terhadap kebijakan perusahaan yang dapat mempengaruhi terhadap keputusan yang dibuat oleh pihak manajemen perusahaan. Dalam kenyataannya, masih banyak perusahaan di Indonesia yang berbasis pada bisnis keluarga sehingga peran dari pemegang saham mayoritas (*owners*) masih sangat besar dalam mempengaruhi kebijakan manajerial perusahaan sehingga seringkali keputusan dalam pemilihan komponen hutang dalam pembiayaan aset-aset perusahaan menjadi keputusan yang kurang tepat dilakukan. Hal ini dapat pula dijelaskan dalam teori keagenan dimana terjadi konflik kepentingan antara manajer, pemegang saham dan kreditur (Cruichley & Hansen, 1989). Konflik ini terjadi karena para manajer dibatasi keleluasaannya dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan oleh kekuasaan pemegang sahamnya.

## BAB VI

### KESIMPULAN & SARAN

Pada bab ini akan disajikan kesimpulan dari penelitian yang telah dilakukan beserta saran-saran penelitian .

#### 6.1 Kesimpulan

Kesimpulan dari penelitian ini adalah sebagai berikut

1. Berbagai perusahaan pada obyek penelitian ini dapat dikelompokkan menjadi 3 (tiga) kategori untuk tingkatan kedinamisan, yakni *lower dynamism (stable)*, *medium dynamism* dan *higher dynamism*. Perusahaan yang berada pada tingkat *lower dynamism* adalah perusahaan-perusahaan besar yang telah lama berdiri dan stabil serta menjalankan praktik monopoli seperti jasa telekomunikasi dan perusahaan yang disupport oleh kebijakan pemerintah sehingga menguasai lini operasi usahanya dari hulu sampai dengan hilir sehingga dalam hal ini perusahaan menghadapi tingkat permintaan yang diproxikan dari sales (indeks kedinamisan) relatif stabil. Sedangkan yang berada pada tingkatan *higher dynamism* merupakan perusahaan yang bergerak disektor jasa,ritel, farmasi dan industri dasar dimana perusahaan seperti ini menghadapi ketidakpastian akan permintaan pasar sehingga perusahaan dituntut untuk dapat bersikap adaptif terhadap lingkungan eksternal perusahaan.

2. Hasil analisis regresi berganda menunjukkan bahwa variabel leverage berpengaruh secara signifikan terhadap ROA & ROI , kedinamisan berpengaruh secara signifikan terhadap ROA dan leverage pada lingkungan yang dinamis berpengaruh signifikan terhadap ROI.

3. *Leverage* mempunyai arah hubungan yang bertanda negatif. Hal ini menandakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi, menggunakan hutang yang relatif kecil karena laba ditahannya yang tinggi sudah memadai untuk membiayai sebagian besar kebutuhan dananya. Demikian pula perusahaan biasanya lebih mengutamakan dana yang diperoleh dari sumber intern karena dana-dana yang berasal dari sumber ini tidak menimbulkan kewajiban atau beban tetap. Keuntungan merupakan salah satu sumber intern perusahaan, karenanya semakin besar keuntungan maka semakin sedikit dana dari hutang yang dibutuhkan. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian yang digunakan sebagai replikasi penelitian in (Simely & Ly , 1999) dimana *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan obyek penelitian. Menurunnya tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan yang dipengaruhi oleh keputusan manajemen menggunakan *leverage* adalah juga dikarenakan terjadi *overinvestment* atas aset-aset yang digunakan perusahaan. Disamping itu pula, faktor yang disebabkan karena tingginya tingkat suku bunga bank menyebabkan beban bunga yang harus ditanggung perusahaan akibat penggunaan hutang yang tinggi menjadi bertambah besar.

4. Variabel kedinamisan mempunyai arah hubungan yang negatif dengan ROA. Hal ini berarti bahwa perusahaan dapat menghasilkan keuntungan atas pengembalian investasinya pada lingkungan yang stabil. Sedangkan pada kondisi lingkungan yang dinamis, sulit bagi perusahaan untuk memprediksikan permintaan penjualannya dengan tepat sehingga kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan menjadi menurun. Dalam menghadapi kondisi lingkungan yang dinamis, perusahaan-perusahaan di Indonesia ternyata tidak dapat mencapai skala efisien dalam penggunaan investasinya. Hal ini memungkinkan disebabkan karena pada kondisi lingkungan yang dinamis, kegiatan ekonomi mengalami penurunan dan volume penjualan perusahaan juga mengalami penurunan dibandingkan ongkos-ongkos yang diperlukan (Munawir, 1995). Sedangkan variabel kedinamisan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap ROI. Kondisi ini terjadi disebabkan karena variabel tingkat suku bunga dan pajak dalam ROI lebih banyak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dibandingkan dengan faktor kedinamisan lingkungannya. Hal ini dapat dipahami karena pada periode penelitian tingkat suku bunga relatif tinggi sehingga mempunyai dampak yang besar terhadap operasional perusahaan.
5. *Leverage* pada lingkungan yang dinamis berhubungan negatif terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan indikator ROI, sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan pada lingkungan yang dinamis memiliki tingkat hutang yang rendah pada struktur modalnya. Konsisten dengan hasil penelitian Chung's (1993) yang menyatakan bahwa perusahaan yang menghadapi tingkat

ketidakpastian pasar yang rendah (*stable*) akan memiliki tingkatan hutang yang

lebih tinggi pada struktur modalnya.

6. Hasil persamaan regresi berganda dalam penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *leverage* mempunyai pengaruh yang paling besar terhadap kinerja perusahaan dibandingkan dengan variabel kedinamisan dan ukuran perusahaan. Hal ini membawa implikasi terhadap kebijakan manajemen perusahaan bahwa kinerja perusahaan paling banyak dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan dalam pengambilan keputusan manajerial terhadap pemilihan struktur modal sebagai sumber pembiayaan perusahaan sehingga diperlukan suatu strategi yang tepat terhadap pemilihan struktur modal agar *performance* perusahaan meningkat.

7. Pengujian variabel *leverage* pada berbagai tingkatan kedinamisan terhadap kinerja perusahaan menunjukkan bahwa pada semua tingkatan kedinamisan, *leverage* berhubungan negatif dengan kinerja. Hal ini dapat disimpulkan bahwa dalam pengambilan keputusan manajerial terhadap pemilihan hutang tidak mempertimbangkan lingkungan eksternal perusahaan yang ditentukan dari tingkatan kedinamisan lingkungannya. Hal ini menyebabkan apabila perusahaan memilih menggunakan komponen hutang yang tinggi maka akan mengakibatkan menurunnya kemampulabaaan perusahaan. Hal ini membawa implikasi terhadap kinerja perusahaan yang menurun apabila manajemenn memutuskan untuk menggunakan komponen hutang yang cukup besar dalam membiayai aktivitas perusahaan. Kondisi ini disebabkan karena beberapa hal yakni pertama, pada iklim industri di Indonesia terjadi *high cost economy*

Manajemen perusahaan harus berhati-hati dalam menafsirkan manfaat yang diperoleh dengan penggunaan pembiayaan dari hutang karena komponen hutang dan ekuitas menggambarkan suatu pilihan yang berbeda-beda dalam mencapai tujuan perusahaan. Di samping itu penggunaan hutang dapat dijadikan sebagai alat kontrol dari pihak luar terhadap penentuan kebijakan manajemen perusahaan sehingga diharapkan adanya kontrol dari pihak luar ini akan berdampak baik pada kebijakan manajemennya (Hambrick & Finkelstein, 1987) maupun terhadap kemampuan manajemen dalam menyesuaikan (adaptif) dengan

## 6.2 Saran

akibat banyaknya pungutan-pungutan bagi sektor industri, serta tingkat suku bunga yang tinggi sehingga menyebabkan kesulitan bagi industri untuk beroperasi pada skala ekonomis. Kedua, disebabkan adanya praktek-praktek *mark up* atas biaya investasi yang dibayai dengan hutang sehingga mengakibatkan beban biaya yang harus ditanggung perusahaan menjadi lebih besar dari manfaat yang diperoleh. Ketiga, terjadinya *overinvestment* atas aktiva-aktiva yang dibayai dari hutang. Keempat, tingkat independensi profesional manajemen dalam menentukan kebijakan strategis perusahaan yang banyak dipengaruhi oleh kepentingan pemilik (*owners*), sehingga seringkali keputusan dalam pemilihan komponen hutang menjadi keputusan yang kurang tepat.

lingkungan kompetitif perusahaan. Mendukung pernyataan Allen's 1993 yang menyatakan bahwa pada lingkungan yang stabil, bank merupakan sumber yang tepat untuk mendapatkan pendanaan bagi proyek-proyek yang berisiko. Dan pada lingkungan yang dinamis, pasar modal merupakan sumber yang dapat dipilih untuk pendanaan perusahaan melalui penerbitan ekuitas.

Dalam hal perusahaan memilih penggunaan hutang akan membuat risiko yang ditanggung oleh pemegang saham meningkat sehingga dalam pemilihan penggunaan komponen hutang untuk membiayai aset-aset perusahaan harus dilakukan dengan prinsip kehati-hatian (*prudent*) dimana pihak manajemen harus memperhatikan kondisi lingkungan eksternal perusahaan dan melakukan pemilihan secara selektif atas aset-aset yang akan dibiayai dari hutang agar tidak terjadi inefisiensi maupun *overinvestment* atas aset-aset yang dimiliki perusahaan.

Disamping itu diharapkan manajemen pada perusahaan-perusahaan di Indonesia menerapkan prinsip pengelolaan perusahaan yang berlandaskan pada *Good Corporate Governance* yang mengedepankan transparansi dalam proses pengambilan keputusannya sebagai alat kontrol bagi pencapaian tujuan perusahaan.



DAFTAR RIWAYAT HIDUP PENULIS

Nama	: Novita Frestiani
NIM	: C4A099091
Tempat/Tanggal Lahir	: Pekalongan, 18 November 1973
Pendidikan	: 1. Diploma 1 Th. Administrasi Niaga Politeknik Negeri Semarang, 1992-1993 2. Sarjana Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang, September 1993 - Februari 1998
Pekerjaan	: 1. PT. Satelindo Semarang, Marketing Support, 1997 2. PT. Bursa Efek Jakarta, Wakil Kuasa Perwakilan PIPM Semarang, 1998 s.d. Maret 2001 3. PT. Bursa Efek Jakarta, Komunikasi Perusahaan, April 2001 s.d. sekarang.

## Daftar Pustaka

- Allen, F. (1993), "Strategic Management and Financial Markets", *Strategic Management Journal*, Winter Special Issue, 14, pp. 11-22
- Balakrishnan, S. and I. Fox (1993), "Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure", *Strategic Management Journal*, 14(1), pp. 3-16
- Balakrishnan, S. and B. Wernerfelt (1986), "Technical Change, Competition and Vertical Intergration", *Strategic Management Journal*, 7(4), pp. 347-359.
- Baliga, B., C. Moyer and R. Rao (1996), "CEO duality and Firm Performance: What's the fuss?", *Strategic Management Journal*, 17(1), pp. 41-43.
- Bartlett, C.A. and S. Ghoshal (1989). *Managing Across Borders*. Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Barton, S. L. and P. J. Gordon (1987), "Corporate Strategy: Useful Perspective for The Study of Capital Structure?", *Academy of Management Review*, 12, pp. 67-75.
- Barton, S. L. and P. J. Gordon (1988). "Corporate Strategy and Capital Structure", *Strategic Management Journal*, 9(6), pp. 623-632.
- Bettis, R.A. (1983). "Modern Financial Theory, Corporate Strategy and Public Policy: Three Conundrums", *Academy of Management Review*, 8, pp. 406-415.
- Bluedorn, A. C. (1993). "Pilgrim's Progress : Trends and Convergence in Research on Organizational Size and Environments", *Journal of Management*, 19, pp. 163-191.
- Bourgeois, L.J., III (1985). "Strategic Goals, Perceived Uncertainty, and Economic Performance in Volatile Environments", *Academy of Management Journal*, 28, pp. 548-573.
- Boyd, B. K., G. Dess and A. M. A. Rasheed (1993), "Divergence Between Archival and Perceptual Measures of The Environment : Causes and Consequences", *Academy of Management Review*, 18, pp. 204-226.
- Bradley, M., G.A. Jarrell and E. H. Kim (1984). "On The Existence of An Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", *Journal of Finance*, 39, pp. 857-878.

- Chakravarty, B.S. (1986). "Measuring Strategic Performance", *Strategic Management Journal*, 7(5), pp.437-458.
- Chung, K.H. (1993). "Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test", *Journal of Business Finance & Accounting*, 20, pp.83-98.
- Dean Thomas J, R.L. Brown and C. E. Bamford (1998). "Differences in Large and Small Firm Responses to Environmental Context: Strategic Implications From A Comparative Analysis of Business Formations", *Journal of Strategic Management*.
- Duncan, R. B. (1972). "Characteristics of Organizational Environments and Perceived Environmental Uncertainty", *Administrative Science Quarterly*, 17, pp.313-327.
- Ezzamel, M. and R. Watson (1993). "Organizational Form, Ownership Structure and Corporate Performance : A Contextual Empirical Analysis of U.K. Companies", *British Journal of Management*, 4, pp.161-176.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen (1983). "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26, pp.301-326.
- Fox, M. A. and R. T. Hamilton (1994). "Ownership and Diversification: Agency Theory of Stewardship Theory", *Journal of Management Studies*, 31, pp. 69-81.
- Gardner, J.C. and C.A. Trzcinka (1992), "All-Equity Firm and The Balancing Theory of Capital Structure", *Journal of Finance Research*, 15, pp, 77-90.
- Ghosh Arvin, F. Cai and W. Li (2000). "The Determinants of Capital Structure", *Journal of Multinational Finance and Accounting and Business Review*, pp,129-132.
- Hamel, G. (1996). "Strategy as Revolution", *Harvard Business Review*, 74(4), pp.69-82.
- Keats, B. W. and M. A. Hitt (1988). "A Causal Model of Linkages Among Environmental Dimensions, Macro Organizational Characteristics and Performance", *Academy of Management Journal*, 31, pp.570-598.
- Kochar, R. (1996). "Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transactional Cost Economics", *Strategic Management Journal*, 17(9), pp.713-728.

- Kochar, R. and M.A Hitt (1998). "Linking Corporate Strategy to Capital Structure: Diversification Strategy, Type and Source of Financing", *Strategic Management Journal*, 19(6), pp. 21-42
- Li Mingfang and R.L. Simerly (1998). "The Moderating Effect of Environmental Dynamism on The Ownership and Performance Relationship", *Journal of Strategic Management*.
- Lorenzoni Giani and A. Lipparini (1999). "The Leveraging of Interfirm Relationships As a Distinctive Organizational Capability: A Longitudinal Study", *Journal of Strategic Management*
- Modigliani, F. and M.H.Miller (1958). "The cost of Capital, Corporate Finance and The Theory of Investment", *American Economic Review*, 48, pp.261-297
- Modigliani, F. and M. H. Miller (1963). "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, 53, pp.433-443.
- Oswald, S.L. and J. S. Jähner (1991). "The Influence of Ownership", *Management Journal*, 12(4), pp.321-326.
- Porter, M.E. (1992). "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System", *Harvard Business Review*, 70(5), pp.65-82
- Porter, M.E. (1996). "What is strategy?", *Harvard Business Review*, 74(6), pp.61-78.
- Rumelt, R.P. (1974). Strategy, Structure, and Economic Performance. Graduate School of Business Administration, *Harvard University*, Cambridge, MA.
- Scherer, F.M. and D.R. Ross (1990). *Industrial Market Structure and Economic Performance*. Houghton Mifflin, Boston, MA.
- Seth, A. and H. Thomas (1994). "Theories of The Firm : Implications for Strategy Research", *Journal of Management Studies*, 31, pp.165-191.
- Sharma Sanjay and H. Vredenburg (1998). "Proactive Corporate Environmental Strategy and The Development of Competitively Valuable Organizational Capabilities", *Journal of Strategic Management*.
- Simerly R.L. and M. Li (1999). " Environmental Dynamism, Capital Structure and Performance: A Theoretical Integration and An Empirical Test", *Journal of Strategic Management*.

- Smith, K.G., T.R. Guthrie and M. Chen (1989). "Strategy, Size and Performance", *Organization Studies*, 10, pp.63-81.
- Taylor, P. and J. Lowe (1995). "A Note on Corporate Strategy and Capital Structure", *Strategic Management Journal*, 16(5), pp.411-414.
- Thies, C.F. and M.S. Kloock (1992). "Determinant of Capital Structure", *Review of Financial Economics*, 1, pp.40-52.
- Titman, S. and R. Wessels (1988). "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, 43, pp.1-19.
- Williamson, O.E. (1988). "Corporate Finance and Corporate Government", *Journal of Finance*, 43, pp.567-591.
- Williamson, O.E. (1991). "Strategizing, Economizing, and Economic Organization", *Strategic Management Journal*, 12, pp.75-94.
- Williamson, O.E. (1996). "Economic Organization: The Case for Candor", *Academy of Management Review*, 21, pp.48-57.

101-1031AK-10019